全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际投资基金经理谈股论道

SHIZHAN JISHI XILIE

上海证券报专题部 编





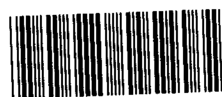
中国证券丛书

丛书主编◆杨天赐 陆国元

Zhong Guo Zheng Quan Cong Shu

上海证券报 总策划
中国财政经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国际投资基金经理
谈股论道

● 实 战 纪 实 系 列 ●

上海证券报专题部 编
上海证券报 总策划

中国财政经济出版社

人行研究生部藏书
分类号 F830.9/222
总 号 073405

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

国际投资基金经理谈股论道/上海证券报专题部—北京：
中国财政经济出版社，1998.11
(中国证券丛书·实战纪实系列)
ISBN 7-5005-3981-9
Ⅰ.国… Ⅱ.上… Ⅲ.①证券投资—经验②资本市场—谋略
Ⅳ.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 27171 号

编　　者：上海证券报专题部
责任编辑：田　林
封面设计：桑吉芳　鲁继德

中国财政经济出版社出版
URL http://www.cfeph.com
e-mail:cfeph@drc.go.cn.net
(版权所有　翻印必究)
社址：北京东城大佛寺东街 8 号　邮政编码：100010
发行处电话：64033095　财经书店电话：64033436
北京市通州运河印刷厂印刷　各地新华书店经销
850×1168 毫米　32 开　9 印张　217,000 字
1998 年 11 月第 1 版　1998 年 11 月北京第 1 次印刷
印数：1—5000　定价：15 元
ISBN 7-5005-3981-9/F·3624
(图书出现印装问题，本社负责调换)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ZhongGuo Zhengquan Congshu

中 国 证 券 丛 书

丛书主编 ◆ 杨天赐 陆国元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《中国证券丛书》 编委会

顾问委员会

周正庆　王梦奎　桂世镛　黄　达
厉以宁　董辅礽　吴敬琏

学术委员会(以姓氏笔划为序)

王广谦　刘　伟　刘福垣　李　扬
吴晓求　张曙光　肖灼基　陈　重
胡怀邦　桂敏杰　曹凤岐　黄亚钧
屠光绍　樊　纲

丛书主编

杨天赐　陆国元

丛书编委

杨天赐　陆国元　罗　林　杨　力
张立宪　李　东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厉以宁

总　序

我国证券市场从无到有，从小到大，发展十分迅速。实践证明，证券市场在促进社会主义市场经济的发展，优化资源配置，促进经济结构调整，转换企业经济机制和建立现代企业方面都发挥了积极的作用。总的来看，证券市场近几年来取得的成绩是显著的，应该给予充分肯定。但是，我们也应该清醒地认识到，我国证券市场建立的时间还很短，还是一个不成熟的市场，当前还存在着诸如上市公司质量不高、市场运行风险较大、有关的法律法规尚不健全等许多亟待解决的问题。

江泽民总书记不久前在为《证券知识读本》一书所作的重要批语中明确指出："实行社会主义市场经济，必然会有证券市场。"这是对邓小平同志有关证券市场论述的重大发展，标志着我们党在总结实践经验的基础上对发展证券市场的认识又有了重大突破。这一重要论断更加坚定了我们搞好证券市场的信心和决心。江泽民总书记在批语中强调："搞证券是现代经济中一门复杂的学问。各级党政领导干部、企业领导干部和证券工作者，务必勤学之、慎思之、明察之，务必在认真掌握其基本知识和有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关法律法规的基础上，不断提高驾驭和正确运用证券手段的本领。”当前，我国的国有企业改革和国民经济发展都进入了一个关键阶段，如何正确运用证券手段，使证券市场更好地发挥出为国有企业改革服务，为国民经济持续稳定发展服务的功能，是摆在我们面前的一个新课题。各级党政领导干部、企业领导干部、证券工作者要认真体会江泽民总书记重要批语的精神，自觉地学好证券知识和有关法律法规，在理论学习和工作实践中努力提高驾驭和运用证券手段的本领。

要建立一个发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场，我们还有许多事情要做。加强对证券市场的分析研究就是其中之一。近年来，伴随着我国证券市场的发展，我国的证券市场研究工作也有了长足的进步，许多实力雄厚的研究机构相继建立，一大批富有成果的研究专著和论文纷纷问世，证券研究已成为经济学研究中的热门课题，这是一个可喜的现象。但是，就总体而言，我们对证券市场的研究还很不够，研究水平也亟待进一步提高，研究工作离证券市场发展的客观要求还有相当距离。因此，我们必须高度重视对证券市场的研究，花大力气提高证券市场的分析研究水平。我们不仅要重视对国内证券市场的分析和研究，也要重视对国际证券市场的分析和研究；不仅要研究证券市场本身的问题，也要研究与证券市场发展相关的社会、经济、法律诸方面的问题；不仅要研究证券市场过去和当前的状况，还要对证券市场的发展趋势进行探讨，努力把握证券市场的发展规律。在研究工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，要树立注重实证、联系中国实际、实事求是的良好风气，摈弃脱离实际、夸夸其谈和照搬西方学术理论的不良风气。我们还要大力提倡调查研究，应及时对证券市场出现的各种新情况、新问题开展深入的调查研究，在充分了解情况的基础上，提出妥善的解决办法。

与此同时，我们还要做好证券知识的普及教育工作。目前我国证券市场参与者中绝大多数是个人投资者，机构投资者所占的比重还很小，而且在我国现有的三、四千万个人投资者中，有三分之一左右是1996年以后新入市的。这些投资者对证券市场了解甚少，认识有限。许多投资者不懂得投资技巧与方法，也不会作宏观分析、企业分析、市场分析，而轻信市场传言，盲目跟风，追涨杀跌，成为市场不稳定因素，也极易使自身的利益受到损失。因此，我们一方面要通过完善法律法规、加强市场监管、规范市场运作等手段，保护好投资者参与证券市场的积极性；另一方面也要帮助投资者了解市场、认识市场，让投资者懂得证券市场投资的基本规则，学会分析、判断与操作的正确方法，提高风险意识，增强防范风险的能力，做一个理性的、成熟的、高素质的投资者。

中国财政经济出版社与上海证券报合作编辑出版的“中国证券丛书”有六个子系列（理论研究系列、统计资料系列、实战纪实系列、翻译经典系列、企业文化系列和教育培训系列），涉及市场理论的研究、统计数据的整理、上市公司基本状况的分析、海外研究成果的介绍、证券投资知识的普及等，涵盖面是比较广的。从其即将推出的首批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书书目来看，选题也是恰当的。这样一套有系统、有深度、注重实用的大型丛书，现在还不多见。我想，这不仅对于广大证券从业者较全面地了解中国证券市场的发展历程和现状，了解专家学者的理论研究成果有所帮助，而且对广大投资者掌握证券投资理论知识和操作技巧，进而提高风险意识、增强防范风险能力也大有裨益。借此机会，我对这套丛书的出版表示衷心祝贺，并希望国内今后有更多高质量的证券研究和普及教育方面的专著问世。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张志雄

前　　言

这是《上海证券报》专题部编著的有关投资大师和基金经理的第二本书。

第一本《国际九大投资基金经理访谈录》(学林版)在1997年推出后，印行了一万本，很快售完(我在香港的书店中也曾见到这本书)。于是，我们筹划着再出一本，而且着重于这两年来国际投资理念和趋势。为此，我们在《上海证券报》上开辟了“实战经典”专版，由周莉莎和郑晓舟两位同志担任责任编辑，组织和筹划一些作者将投资大师的最新思想和经验介绍给中国读者。经过近一年的运作，我们从“实战经典”中选出了一部分较为优秀的文章，又新编译了一些比较精彩的投资经理访谈录，并将郭凤霞同志采访的中国海南富岛基金投资四川长虹和苏常柴两篇文章附录于后，作为中国投资基金与国际投资基金在操作、理念等方面的一个印照，终于完成了这本《国际投资基金经理谈股论道》。

本书中的言论很有见地，无须我们一一作出点评。在这儿，我们只概略介绍一下这些言谈的主要背景或假设。

我们可以提出一个看似简单的问题：什么样的投资人或基金经理才算成功?一般的答案是能够持续性地(比如五年以上)跑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢大市(指数)的人。一般，也就是在这样一个前提下，我们才会问他:“你是如何成功的”?

但，不少人尤其是几乎全部的学院派金融专家都否认这些成功者背后有什么“秘诀”或经验。在他们看来，即使你持续十年甚至二十年跑赢大市，也不过是“运气”，或者说属于“小概率事件”。我们很多人都知道猴子掷飞镖选择股票到头来却战胜基金经理业绩的故事。不过，还有一个“故事”更绝妙: 如果有一百万只猴子在打字机上乱打一气，总会有一只猴子写出一本类似《罗密欧和朱丽叶》的书来。而沃伦·巴菲特和彼德·林奇等人就是一百万只猴子中的幸运儿。

这些学者(包括本书中的马尔柯维茨)所依持的根据便是所谓的“有效市场理论”，简单地说，也就是已知的关于某种股票的任何东西都会反映在当前价格中，而那些有关股票的预测、研究、建议都是徒劳的，甚至被称之为过一把瘾的“投资色情作品”。我曾在《上海证券报》的“财经人物”上写过一篇《傲慢与偏见——萨缪尔森与巴菲特之争》，就是在评论这个问题。而本书中巴菲特的《来自格雷罕姆—陶德村的成功者》就是一篇用事实来反驳“市场有效理论”发现者萨缪尔森的典型之作。

同样是诺贝尔经济奖的得主，默顿·米勒解释“市场有效理论”就比较“圆滑”。他认为，该理论的实质是“天下没有免费的午餐”的经济学常识。如果你想击败市场，获得更多的信息，那你必须投资大量的金钱用于研究、搜集和判断，这样，平均而言，你和那些不这样做的人的收益率是一样的。

正因为有了“完全有效市场”和“部分有效市场”的争论，才产生了“消极投资”和“积极投资”的两大流派。消极投资家都是有效市场理论的信奉者或依赖者。有些消极投资者也许曾经“积极”过，但最终发现投资于信息研判的平均收益率为零或更低，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便离开了这个搜寻的行业，将自己的资金或基金指数化，也就成了消极投资者。这也难怪，因为据统计，至少有75%的投资基金经理无法跑赢大势。即使这样，消极投资基金经理仍有高下之分，毕竟市场的模拟和指数化也有很多种方法。最常见的是综合指数基金，如标准普尔500指数。当然还有新兴市场指数基金、小盘股指数基金、大盘股指数基金等等，不一而足。

最雄心勃勃地希图模拟市场的要算美国D·E·肖公司，他们利用高等数学工具以及最强大的计算机进行交易、套利。该公司在全世界拥有雇员350人，大多数都获有数学和计算机硕士学位，工商管理硕士没有几个，倒有不少火箭科学家。他们尽量将影响金融市场的所有因素都容纳在考虑范围内，通过计算机的最优化的程序来判断、套利和交易。该公司的交易量大得惊人，一般情况下，占到纽约股票交易所每日交易量的2%，业务繁忙的时候，可以达到5%。当然，到了这样的程度，恐怕很难说D·E·肖公司是消极投资者。按公司的说法，市场可能有10%是无效的，而公司的做法，是“市场效率的低成本生产者，在获取利润中给市场带来效率”。但用这么大的交易量，创造这么小的盈利空间，公司每年的收益率是多少?除了公司里的人，谁也不知道。《幸福》杂志猜测是每年18%，D·E·肖公司否认了这种说法，却不判断是偏高和偏低。

不管怎么模拟，只有那些不相信市场有效的“积极投资者”才能称之为有自己的风格。

积极投资的风格有两大类:价值型的和增长型的。价值型风格的当首推证券分析之父格雷罕姆及他的那帮朋友与学生。华盛顿林克斯投资顾问公司的总裁彼得·泰纳斯归纳过喜欢价值型风格的人选择公司的标准:第一，低市盈率(或亏损)。第二，被市场抛在后面，也即处于被忽视的或周期性的就要发生转折的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业;公司的过去状况不佳,但是现在有了新的管理层、新资本、新产品,或有较好的这些综合情况的公司。第三,以低于面值的价格出售。第四,隐藏资产。第五,有一个导致股票价格上升的催化因素(见《投资大师谈投资》,北京大学出版社)。

本书中约翰·凯(《股东并不意味着一切》)的观点,我想,至少一些价值型投资者是不会完全同意的。一个公司具备了价值型投资的诸多因素,而管理层却“不思进取”,害得我们许多投资公司的股票就是不动或只往下掉,那只能想办法改组公司,“催化”它一下。格雷罕姆在二次大战前颇善此道,当代的机构股东更是力大无穷。《罢黜董事长》一书的作者,华盛顿管理学院的教授迈可·乌西姆就认为,现在应该提倡股东价值(Shareholder Value)高于公司价值(company value)。他进而宣扬,相对于过去盛行的“管理者资本主义”以及更早(20世纪初期)的“家族资本主义”,现在是“投资人资本主义”时代了。

增长型的投资者则会在众多的公司里寻找下述特征:第一,有吸引力的行业基地;增长型行业;在行业中居支配地位或刚刚出现。第二,高收益率和销售额增长率,即行业增长率是整个经济增长率的两倍,甚至更多;公司的增长率在行业中居于前列。第三,合理的市盈率,即市盈率不应比增长率高出太多,如果以20%的速度增长,那么20倍收益的股票价格是合理的。第四,强大的管理层,即在这个公司或以前管理的公司中业绩显著。

大家一定很关心哪种投资风格的回报高,一般而言,各有擅长。一个时期,价值型可能高些;另一个时期,增长型可能更高。从长时段来说,哪个回报率更高些,仍有争论,但价值型高于增长型的论调似乎占了上风。不过,价值型的风险一般明显高于增长型。

我曾在《国际九大投资基金经理访谈录》的编后记中强调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过，不管是哪种风格，你都应该坚持住，这里有客观因素(所谓三十年河东三十年河西，风水轮流转)，也有主观理由(所谓卖油翁的“唯手熟尔”)。风格风格，是种习性，没有十年、二十年的浸淫其中，难以熟练地掌握。

例如，1997 年尤其是下半年，增长型的投资风格大行其道，价值型的投资者颇受冷落；但 1998 年上半年，以“资产重组”为首的价值型投资又卷土重来，声势一浪高过一浪。我们《上海证券报·市场导刊》从 1998 年元月 4 日创办以来，偏好于增长型的投资风格，这与我们编辑的主观选择有关，也考虑到目前的证券信息监管环境。从我们的调查和读者来信看，不少读者是能够理解的，但也有一些读者显得很不耐烦，甚至个别的还有些“特别愤怒”。

当然，这并不意味着我们不理解顺势而为的“势头投资者”，这种风格在国际市场上相当风靡，也颇受不少基金经理宠爱。但势头投资很难有一个笼统的定义，只能说他们对信息的反映特别敏感和快捷。一般来说，他们相信“强者恒强，弱者恒弱”，创新高的股票还会创新高，创新低的股票还会创新低，因为这是一种惯性和趋势。他们牢记，“股票买进是为了卖出，卖才是最重要的”。他们甚至可以不知道一个股票(公司)是干什么的，只要势头好就可以了。“势头投资者”中不乏高手，如《国际九大投资基金经理访谈录》中的理查·迪伊豪斯与本书中的韦特·韦登都可以称之为“势头经理”。

“势头经理”强调“卖”，应该说更符合市场交易的本意。因为不管是价值型和增长型的投资者，有时经过较长期的持有和研究熟悉，会喜欢上这家公司，变成真正“投资”了。当然，我这里指的“投资者”是拥有大量资金的人，巴菲特经常会这样。随着自己越来越富，他有时渐渐地去圆拥有几家企业的梦。也就是说，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以喜欢几个产品，几家公司，却不必自己创业管理，以通过持有它们的股票，来分享拥有的快乐。

顺便一提，另外两位中国读者最熟悉的索罗斯和彼德·林奇，在常人眼中，也有些怪怪的。我曾在《高深莫测的与故弄玄虚》中谈到索罗斯的各种行为更多的是为了证明自己的晦涩难懂的"理论"的正确性。坦率地说，若不是索罗斯那么有名，谁也不会钻研他的"金融炼金术"。同样，彼德·林奇离开了辉煌的基金经理事业(他的持久性的盈利纪录至今仍保持着，每 100 个美国人中就有一个人投资他主政的富达一麦哲伦基金)；却去从事教育和医疗的非盈利的慈善机构。

从某种程度上而言，势头投资对投资人的要求最高，他必需有着圆熟的技巧、丰富的经验与良好的市场环境配合。可能最重要的是，要有最准确的信息和处理该信息的手段以及凶悍果断的性格。彼得泰纳斯在采访势头投资基金经理吉莱姆时，听到这样一则故事。1995 年 11 月 7 日，美林公司的一位半导体行业分析员召开了一次电话会议。他多年来一直跟踪这个行业。在电话中，他认为动态存储芯片的价格在未来 1 到 5 个季度将下降 40%。当他还在演说的时候，吉莱姆从自己的计算机系统的信息源获取了这一数据，并且吉莱姆发现其税前净收入是 47%，而 47% 减去 40% 就没剩多少了！当时吉莱姆持有量最大的 7 种股票中，5 种是半导体股票，分别是 LSI、艾尔特拉等。电话会议还没有结束，吉莱姆已经把每种半导体股票卖得一股不剩。

那么，另一位"势头经理"德利豪斯当时在干什么呢？泰纳斯那天正巧也在他办公室里，德利豪斯边散步接受采访，边作出抛售全部艾尔特拉股票的决定！对市场信息至少保持一定的敏感性，自然不是势头投资的专利。《上海证券报·市场导刊》创办后，我们在头版上搞了一个长期成长组合，风格是增长型的。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的目的，主要是做一些实验，看看在国内的市场环境下，增长型投资组合的效果究竟如何。3月份，上市公司1997年度报告陆续公布，我们组合中的郑州百文在1997年度下半年的收入大幅减少，制作组合的特约分析员希望全部卖出郑州百文，增持东大阿派。但在我们编辑之间却引起激烈的争论，有人认为，长期成长组合刚公布没久，就调换股票，称得上什么长期呢！既然是长期，组合内的每只股票就应该捂住不动。

事实上，长期投资并不意味着对个股公司的信息丝毫不领会，作出必要的调整是常识。最后，经过反复讨论，并写了很长的解释文章，才作出了调整。

既要坚持原则又不教条，就需要我们多学习一点海外的实战经验和体会。本书中香港基金经理杜冠雄分析机构投资者的“羊群心理”，我就觉得很有意思。因为我们过去经常说散户跟风大户则兴风作浪，总觉得机构投资人有“理性”，能有稳定大盘之功。但这却又和我们的观察和经验相违。正如我们开头就说过的，人们判断你成功与否，往往和大市(综合指数)相比较。这种压力，会很自然地引起机构与基金的“跟势”作风。其他基金减仓，你不减仓，做反了，你独输，则麻烦大了。若大家都做反了，你也能有个交待。这样，大家无意有意地联动，市场波动反而大多了。其实，“羊群心理”不独股市有。有家国内软件公司的人员曾告诉我为什么国内的许多金融机构喜欢买国外的财务管理软件，因为若这种软件出了毛病，反正是国际上通用的，采用的机构就没什么责任。若用了国内新开发的软件，就难以交待了。

事实上，本书还有许多观点值得一谈。如艾德温·弗卢姆的《小盘股大盈利》，有些人爱做小盘股，有些人喜做大盘股，这也可以看作一种“准风格”的分野。据统计，小盘股的回报确实要比大盘股大，但风险也大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在对价值型增长型或大盘小盘盈利的比较时，都会同时加上风险的比较，这一点是很重要的。当我们听到某些基金经理或投资人盈利很高时，同时也应该计算一下他们的投资风险有多高(关于风险的量化，本书中马尔柯维茨的《无名的股票经机人》有较好的介绍)。当巴菲特听到有人说他的恩师格雷罕姆的实际投资并没有理论那么成功时，回答得就很精彩：“但我们并未经历过30年代的股市大崩溃。”

时刻提醒别忘了风险的意义就在这儿，不管我们获得了多大的成功。

1998年6月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布鲁斯·科夫纳

世界级的交易商

今天，布鲁斯·科夫纳(Bruce Kovner)很可能是世界上最大的银行间货币市场(Interbank Currency Market)和期货市场的交易商。仅在1987年一年中，他就为自己以及基金中其他幸运的投资者，赢得了超过3亿美元的利润。在过去的10年里，科夫纳实现了78%的年平均复合收益率的辉煌战绩。1978年初，在科夫纳处投资的2000美元，10年后就成了100多万美元。

尽管有了这些难以置信的交易纪录和巨大的成交量，科夫纳仍努力保持低姿态。他拒绝所有的采访，以此保留自己的隐私和神秘。但这一次，他破例了。

科夫纳说："看起来我无法避免某些抛头露面的事，而且事情常常被歪曲，变得离谱。我想这次采访至少可以有助于建立一个精确的记录。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同那些想象中的、持仓总面值可以用几十亿美元来衡量的交易商的形象不一样，科夫纳有着敏锐的理解力与随和的言谈举止。在高杠杆效应的货币和期货市场中，他更像是一名教授，而不是一名大规模的交易商。实际上，科夫纳就是作为一名学者开始职业生涯的。

从哈佛毕业后，科夫纳在哈佛和宾州大学教授政治科学。尽管他喜欢教书，但他对学术生活并没有太多热情。"我总是在上午面对白纸，然后想写些什么辉煌的东西，我没有从这种过程中得到过乐趣。"

70年代早期，科夫纳曾管理过一些政治竞选活动，他想最终自立门户。他放弃了政治，因为他没有经济来源，也没有沿政治的阶梯往上爬的热情，虽然那时他还给各种州政府和联邦政府的部门当顾问。

在寻找职业方向的过程中，科夫纳在70年代中期将他的注意力转到了金融市场。他相信他所受的经济学和政治科学的教育提供了最适宜的背景，而且他还发现为做好交易而去分析世界的想法颇具魅力。大约有一年，科夫纳专心地研究市场以及相关的经济理论。他阅读他能搞到的所有书籍。

他深入研究的主题之一是利率理论。"我爱上了收益曲线(Yield Curve)。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"收益率曲线是政府证券的收益率与到期日之间的关系。例如，如果连续的长期债券的收益高于短期债券的收益——比如，五年期国库券的收益比一年期的高——那么在图表上收益曲线就会是一条持续上升的斜线。"

科夫纳对利率市场的研究与利率期货交易的最初年景同时开始。那时，利率期货市场还不成熟，价格也严重扭曲，这些本应很快被今天的套利者根除，但它们却持续至今。就像科夫纳解释的那样，"对于花旗银行(Citibank)和索罗门兄弟公司(Solomon Brothers)来说，市场还无足轻重，但对我已经足够了。"

科夫纳发现的主要异常现象之一与不同期货合约间的价格差有关。期货以特定的月份交易(例如，3月、6月、9月和12月)。考虑普遍存在的商业周期，利率理论预言，近期合约(例如，3月)应比远期合约(例如，6月)的价格高(低收益率)。尽管最近的两个合约确实趋向于反映这种关系，但是科夫纳发现较远期的合约间的价格差，常常从几乎是零的水平开始。他的第一个交易是买入一份远期合约，并卖出一份更远期的合约，他希望随着时间的流逝，当远期合约变成近期合约时，二份合约间的价格差会扩大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那第一个交易正像教科书上的理论讲的那样，科夫纳完全成了一名交易商。他的第二个交易是市场内套作(Intramarket Spread)(在同一个市场，对同种期货，买入一个月的合约，并卖出另一个月的合约)。在这个交易中，他买入了铜的近期合约，并卖出远期合约，他希望铜的供应紧张能使近期合约的价格高于远期合约。虽然事实最终证明他的想法是正确的，但是他行动得太早，并在交易中输了钱。在这两个交易结束后，科夫纳仍然有所进步，他3000美元的初始资本增加到了4000美元。

我的第三个交易真正使我进入了职业生涯。1977年初，大豆市场出现短缺。每周的榨豆(Crush)都出乎意料，没有人相信这个数字(榨豆是用来做豆粉和豆油的大豆数量)。我注意7月/11月合约的差价(老的7月合约与新的11月合约间的差价)。既然看起来我们在耗尽所有的大豆，那么我想老的7月合约定会扩大它与新的11月合约的差价。这个差价的盘整范围很小，7月的合约仅有60美分的溢价。我计算出我可以容易地在盘整区以下，大约45美分的溢价处获利。那时，我并未意识到价格差会有多大。我在60美分附近做了一份差价，“也就是，买入7月的大豆，同时卖出11月的大豆”，但差价扩大到70美分。然后我再做另一份差价。我不断地堆金字塔。

你建立的头寸有多大?

我最终建立了大约有15个合约的仓位，但在那之前我不得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不换一家经纪公司。开始时，我在一家小经纪行里交易。公司的头是一位资深的场内交易商，他每天都要去交易，发现了我做的头寸。那时，我已经把我的仓位增加到 10 或 15 份合约。一份净合约的保证金是 2000 美元，而差价保证金仅是 400 美元。

他告诉我："你交易的差价仓位就像一个净多头头寸 (Outright Long Position)。我要把你的保证金从每份 400 美元增加到 2000 美元。"(差价合约保证金比净合约的保证金低，这反映出一份净多头或空头合约比差价头寸的波幅更大。理由是：在差价合约中，头寸中的多头合约部分可能至少是部分对冲了空头合约中的价格运动。然而，在商品短缺的条件下，一份间作作物的差价合约，比如做多 7 月的大豆合约/卖空 11 月的大豆合约的波动可以与净多头或空头头寸的一样剧烈。)

他显然很关心你头寸的风险。

是的。他注意到我仅在一份像净多头头寸的差价合约上放了每份 400 美元保证金。

实际上，他是对的。

他是对的，但我大发雷霆。

你大发雷霆是因为你觉得他做得不公平，还是……

嗯，我不能肯定我曾认为他做得不公平，但是我当然明白他是我目标的障碍。我把帐号移到了一家大经纪行，并有了一名不太能干的经纪人。市场继续上升，而我继续增加头寸。2 月 25 日我开了第一份差价合约；到 4 月 12 日，我的帐户达到了 43000 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是仅仅在市场上涨的同时增加头寸，还是有什么计划？

我有计划。我会等到市场运动到某个水平并回撤一段特定的幅度，然后再增加仓位。我的金字塔式操作未曾出现过问题。

市场开始进入一连串的涨停板运动。4 月 13 日，市场创下历史新高。市场极其骚动不安。我的经纪人打电话到我家说："大豆正在奔向月亮。7 月的合约就要涨停了，11 月的肯定也要涨停。你还在 11 月的合约上做空，真是个大笨蛋。还是让我帮你平掉 11 月的空头合约，要是市场再拉几个涨停板，你就可以赚更多的钱。"我同意了，然后我们平掉了我11月的空头合约。

全部平掉?!

全部平掉(他大笑)。

这是个一时冲动的决定吗？

是一时的神经错乱。15 分钟后，我的经纪人给我回了电话，他听上去惊惶失措。"我不知该怎么告诉你，不过市场跌停了！我不知道能不能帮你平仓。"我震惊了，大喊着命令他为我平仓。市场的跌停板略微打开，所以我脱身了。

你在跌停板上平仓了吗？

我在跌停板和跌停板略微上方之间的位置平的仓。我可以告诉你损失的程度。在我平掉 11 月的空头合约，留下 7 月的净多头合约时，我大约有 45000 美元。但在那天结束时，我的帐户上只剩下 22000 美元。我震惊不已。我不能相信我有多傻——我多么错误地理解了市场，尽管我已经研究市场多年。我愤愤不平，几天没吃东西。我几乎断送了作为一名交易商的职业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但比起你 3000 美元的本金，你还是有了 22000 美元。恰当地看，你的盈利相当高。

绝对是的。我的盈利相当高，但是……

是决策错误的愚蠢，还是你挽回的钱，使你如此痛苦？

不，那根本不是钱的问题。我想那是我意识到市场里真的有“火”。在那以前，我的 3000 美元直奔 45000 美元，没有一丝痛苦。

在赚钱时，你认为那是“小菜一碟”吗？

确实是小菜一碟。

你想过牛市最终会朝反方向运动吗？

没有，但很清楚，我在恐慌的一瞬间决定平掉差价头寸的空头合约，完全是无视风险。我想使我很不痛快的是，我意识到我失去了我本认为我有的理性步骤。那时，我意识到市场真的可以像它给你钱的速度那样使你输掉钱。那件事给我的印象极为深刻。实际上，我很幸运地以 22000 美元出局。

我想你那天的快速反应避免了一场彻底的灾难。

绝对是的。那天以后，市场以它上升时的速度直线下滑。或许，即使我没有做出愚蠢的决定，也会犯随市场下跌的错误。

差价合约最后怎么样了？

差价合约崩溃了。最终，它跌到我最初买入的位置以下。

那是你最惨痛的交易吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的。非常惨痛。

即使如此，你实际上还是在交易中赚了大钱？

在那个交易中，我的钱增加了6倍。当然，我是得益于疯狂的杠杆效应，而且我并不明白我的头寸的风险有多大。

在你的经纪人打电话告诉你市场跌停了以后，你立即平掉所有的头寸是因为恐慌，还是对控制风险你有种本能的感觉？

我不能肯定。那时，我意识到我已经受到了严厉处罚。至今，如果什么东西突然让我情绪不稳，以及我认为市场将出现反转，我会平掉所有与此相关的头寸。

你有最近的例子吗？

1987年10月19日——股票市场暴跌的那一周。我在10月19日和20日平掉了所有的头寸，因为我感觉世上出现了我不理解的东西。交易的首要原则——很可能有许多首要的原则——是不要让自己陷入一种糊里糊涂亏钱的状态，即，如果亏钱，也要明白自己为什么亏钱。

让我们再回到你的大豆交易后的日子。你是什么时候重新开始交易的？

大约一个月之后。几个月以后我的帐户回到了大约40000美元。那时，我应聘了商品公司交易助理的职位。迈克尔·马库斯(Michael Marcus)，一位著名的交易大师，以他特有的方式给我面试。几周后，他再次让我回到商品公司。“好了，”他说，“我有好消息，也有坏消息。坏消息是我们不能录用你为交易助理；好消息是我们录用你为交易商。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品公司给你多少钱进行交易?

35000 美元。

同时你也用自己的钱交易吗?

是的，那是我最高兴的事。商品公司有个政策，允许你交易自己的帐户。迈克尔和我都是进取型的交易商。

你受迈克尔的影响吗?

是的，非常大。迈克尔教了我一件重中之重的事。(停顿)

那是伟大的引言。这句妙语是什么?

他教我，你可以赚到一百万美元。他告诉我如果你专心致志，奇迹就会出现。你很容易错过你实际上可以做的事。他告诉我如果你建立头寸并严守交易纪律，那么你就可以赚钱。

听起来他给了你信心?

是的。他还教会我另一件绝对重要的东西:你必须原谅自己经常犯错误;这没有什么不正常。迈克尔教会我做出最佳决策、犯错误，再做出下一个最佳决策，再犯错误，再做出第三个最佳决策，然后使资金翻倍。

你是世界上最成功的交易商之一，只有很少的交易商有你这样的能力。是什么使你与众不同?

我不清楚为什么有些交易商可以赚钱，而另一些则不能。但我认为有两个重要因素。首先，我想象明天的市场会与今天不同的关键在哪里;我可以想象大豆的价格可以翻倍，或者一美元可以跌到一百日元。其次，我在压力之下保持理性和纪律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易技巧可以教授吗?

很难。多年来。我试图教过大约三十个人，那些人中只有四个或五个变成了优秀的交易商。

其余的二十五个怎么样了?

他们都破产了——这与智力无关。

当你比较那些成功的受训者和失败的受训者时，你发现了什么不同的特征吗?

成功者，往往坚强、独立，而且逆反。他们能持其他人不敢持的头寸。他们训练有素，持仓规模合适。一个贪婪的交易商总要被消灭。我知道一些有雄心壮志的交易商，从未保住他们赚来的钱。商品公司有一名交易商——我不想提他的名字——总是留给我杰出交易商的印象。他提出的想法总是精彩纷呈;他选择的市场也常常是正确的市场。从智力上讲，他比我更了解市场，然而我能保住钱，而他却不能。

那么他错在哪里?

头寸大小。他交易的头寸太大。我每交易一个合约，他要交易十个。每年他会在两种不同的情况下使钱翻番，但最终却一无所获。

在形成交易决定时，你总是用基本分析吗?

我几乎总是以市场的方法进行交易;我从不仅仅靠技术信息，虽然我发现技术分析对我帮助也很大，在我不明白市场为何涨、为何跌之前，我决不会轻易下达交易指令的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那是不是说，实质上你持有的每个头寸的背后都有一种基本面的因素？

我想是的。但我要补充的是，技术分析常常可以使基本面更清楚。我给你举个例子。在过去的六个月，我有理由说明加拿大元会下跌，又有理由说明加拿大元会上涨。我不清楚哪种解释是正确的。如果你拿枪对着我的脑袋，强迫我选择市场方向，我很可能会说"下跌"。

随后美国/加拿大贸易协定宣布了，这改变了整个市场的面貌。实际上，市场在几天前就开始向上突破，因为谈判即将结束。在那个瞬间，我感觉良好，因为加拿大元价值的组成部分之一刚刚改变，市场已经投了票。

在协定以前，我感觉加拿大元已经高高在上，我不能肯定它是要回调呢，还是继续攀升。当市场开始运动，我就准备跟上这种运动，因为我们有两个重要因素的交汇：基本面的重要变化(尽管，我还没有聪明得足以知道协定会在哪个方向冲击市场)和技术上的价格突破。

你还没有聪明得足以知道贸易协定会在哪个方向冲击市场是什么意思？既然，相比美国的贸易，美国/加拿大贸易占加拿大的贸易比重更大，假设贸易协定会使加拿大元上涨，不是很合乎逻辑吗？

事实未必如此。我还可以轻易地认为，贸易协定对加拿大元不利，因为消除贸易壁垒会使美国的商品损害加拿大的利益。现在仍有一些分析师坚持这种论点。我的观点是有比我知道得多得多的消息灵通的交易商。我只是把事情归到一起。他们知道怎么做，而且通过买入加拿大元在市场中投票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概括说，当一个重要的基本面进展发生，市场运动的最初方向常常是长期趋势的最佳暗示?

正是这样。市场通常是指引，因为有些人比你知道得更多。

你怎么看待技术分析?

我认为，技术分析既有大量正确的东西，又有大量玄虚的东西。

那是个有趣的说法。什么是正确的，什么是玄虚的?

一些声称技术分析能够预测未来的技术分析师，给技术分析增加了许多天花乱坠的宣传。但必须清楚一点，技术分析只能跟踪过去，而不预测未来。你必须用自己的智慧作出结论，一些交易商过去的活动中的哪些东西可能说明另一些交易商未来的活动。

对于我来说，技术分析就像个温度计。那些声称对走势图毫不在意的基本分析人士，就像声称从不测量病人体温的医生。那样当然愚蠢透顶。如果你是市场中的一名责任重大的参与者，你总是要知道市场所处的位置——它是过热，活跃亢奋，还是过冷，萧条凝滞。为了领先一步，你要尽可能地知道有关市场的任何东西。技术分析反映了整个市场的观点，而且的确因此发现了不寻常的市场行为。研究价格活动的细节，对我非常重要。研究走势图绝对重要，它提醒我存在的不平衡和潜在的变化。

有时你进行一笔交易，是因为你看着走势图并说:“以前我见过这种模式，它常常是市场上升的先兆。”也就是，即使你没有任何基本面的理由?

是的，有时我会这样做。我要补充的是，作为一名已经观察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过大量的市场，并身处许多市场的交易商，一种达到没有人可以理解的交易范围之外的价格运动，并未让我感到困惑不解。如果看到技术指标出现异常的运动，我绝对不会因此大惊小怪，甚至困惑不解。

那通常能暗示你要跟随市场突破吗?

当然能。

虽然市场常常会突破趋势，但应当更注意假突破。

因为没有人知道的原因出现突破走势的，价格变动狭窄的密集成交常常是极佳的风险/收益的交易。

如果突破是因为那天《华尔街日报》上有一条新闻报道，该怎么办?

它们很少相关联。物理学中的海森堡(Heisenberg)原理为市场提供了一种分析法。如果仔细观察某个东西，它可能在观察的过程中就会发生变化。如果谷物期货窄幅盘整，而且在《华尔街日报》刊载出一篇关于潜在谷物短缺的报道的那一天突破，那么维持价格运动的可能性就非常小。如果每个人都相信谷物价格的突破原因不明，而且突破突然出现，那么有内在重要原因的可能性就很大。

听起来你是在说，对价格运动的发生原因的解释越少，这个运动就越可靠。

嗯，我确实这样认为。投机商对一种价格模式注意得越多，出现假信号的可能性就越大。市场越是没有投机活动，技术突破的意义就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算机化的趋势跟随系统的广泛使用，是不是增加了假技术信号出现的频率?

我想是的。有几十亿美元靠使用移动平均线或其他简单模式识别方法的技术分析系统进行交易，这个事实有助于产生更多的假信号。我自己建立了相似的系统，这样我就可以有自己的判断基准。

如果你在价格从一个巩固阶段向上突破的时候买入，而价格却开始朝相反的方向运动——也就是，回到了原来的区域。你怎么知道什么时候退出?你怎么区分市场的正常回调与错误的投资决策之间的差别?

无论什么时候建立头寸，我都预先设定止损点。那是自我保护的唯一途径。在我进入以前就要知道在什么地方退出。头寸的规模取决于止损点，而止损点取决于技术分析。比如，如果市场处于一个交易区间的当中，那么把止损点放在那个区间内就毫无意义，因为你有可能遇到突破。我总是把止损点设定在某个技术阻力位之前。

你有没有遇到过这样的问题，其他许多人都用同样的止损点，而市场可能被带向那个止损位置?

我从未考虑过那个问题，因为一个技术阻力位的意义在于——而且我已经花了很长时间研究市场的技术面——市场不该到达那个位置，如果你是正确的话。我尽量避免场内交易商可以轻易达到的点位。有时，我把止损点设在一个明显的点位上，如果我相信这个点位太远或太难达到的话。

举个实际的例子，在最近的一个星期五的下午，债券从一个扩展的交易区间向下高速突破。我能区分的是，这次价格运动来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得十分意外。我十分大胆地卖空债券，前提是，如果我的交易是正确的，那么市场应该不会以前一个盘整区域的一点成交量让价格折返。那是我的止损点。在这个位置，我很安心，因为我知道如果发生这种情况，我就退出市场。

谈到止损点，我想由于你的交易规模，你的止损点总是精神上的止损点，否则那不就成了是真的吗？

让我们这样讲：我已经安排好了我的生活，这样我就可以关心止损点了。它们永远不在交易场内，但它们也不是精神上的止损点。

是什么最终告诉你在一个重要仓位的交易上犯了错误？你的止损点可以限制你最初的损失，但是如果你仍然相信交易中内在的基本面分析，我想你会再试一次。如果你对市场的总体方向判断错误，你不就会受到一系列损失了吗？在什么程度上你会承认交易的失败？

首先，输钱本身会使我松弛下来，所以我会减少头寸。其次，在你说的情况下，技术走势的变化会使我改变想法。比如，我在美元上做空，但是美元突破了一个主要的中期趋势的最高价，那么我就要重新评价我的观点了。

前面你曾提到过，你已经建立了你自己的趋势跟随系统，来指示在这种系统管理下的大笔资金在什么地方会冲击市场。你用自己的趋势跟随系统交易你管理的一部分钱吗？

是的，大约百分之五。

那是你对自己建立的系统的信心吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的来说，我的系统还是帮我赚了钱，但是它们有善变的特性，以及我不喜欢的与风险控制有关的问题。但是，既然对于我的其他交易它们可以提供分散性，所以我在小范围内使用它们。

你感觉可能发展一套与一名优秀的交易商做得同样出色的系统吗?

我想那不太可能，因为这种系统的学习功能还需要深入开发。计算机只有在信息和范例的分类明确的时候才能“学”得好。比如，用来医疗诊断的专家系统就相当出色，因为所有的规则都十分明确。发展用来交易的专家系统的问题在于，交易和投资游戏的“规则”一直在变。因为交易决定包含了多方面的知识和因素，而且对信息的解释规则一直在变。

你现在的交易量比早年的大得多，这样赚钱是不是难了?

现在能适应我最佳交易规模的高流动性的市场出现频率愈来愈少了。

现在你管理多少钱?

超过6亿5千万美元。

我想它们中的一半以上是赚来的。

是的，去年一年的利润大约是3亿美元。

哪些市场因为流动性差使你交易困难?

虽然我喜欢铜市场，但它的流动性很差。所以现在，我在铜市场里，吃了一大把，却出不来，也没赚到钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在出现问题以前，像在铜那样的市场中，什么交易规模才能进出自如？

我认为，在一天里，你能无忧无虑地买卖大约500到800口合约；超过这个规模就不同了。但是目前铜的日成交量只有7000到10000口，而且大部分是自营交易或差价合约。相比之下，在长期国债市场中，你可以毫不费力地买卖5000口合约。你还可以在银行间货币市场大规模地进出。

你在像咖啡那样的市场中操作吗？它的流动性也很差，但有时可以走出大行情？

我做过，去年我确实买卖过咖啡，而且从中赚了几百万美元。现在，如果我管理6亿美元，而且在咖啡的交易中赚了2百万美元，这算不了什么。实际上，我们付出比得到的多，因为我在咖啡上花的时间和精力会减少我对货币市场的注意力，而我在货币市场交易量要大得多。

看起来你已经达到了阻碍你交易成绩的规模。既然你有数目可观的个人基金，你想过仅仅交易你自己的钱，而避免所有与管理钱有关的头疼的事吗？

我想过，但有几个我不这样做的原因。尽管我在我的基金里投了一大笔钱，但是在基金中我管理的那部分钱代表了一种买入期权。“一种期权，在价格上升时有无限的利润潜力，但在下跌时风险仅是限制在成本内。”我这么说并不轻率，因为我在投资者中的名声对我极其重要。但是一个买入期权的头寸比一个对称的赢/赔头寸好得多。

对你管理的资金数量有什么实际的限制吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在大多数商品期货市场当然是有的。然而，在货币、利率和一些商品如原油市场中，也有限制，但限制很小。我准备非常仔细地管理我的基金未来的成长规模。

当你在不属于流动性强的市场中下单时——换言之，不是长期国债或主要的货币市场——你发现你的委托单实际上推动市场了吗?

它们可以推动市场，但我从不在市场中恃强凌弱。

说到这，人们常常听到这样的故事，非常大的交易商试图推动市场价格变化。那样有效吗?

我不这么认为。大交易商的确能够在短期内使价格随自己的意愿运动，无论从基本面还是技术面上讲，大交易商的自以为是，并且使价格严重脱离价值的活动，最终会导致严重的错误。我知道的那些过高估计自己能力并试图在市场中恃强凌弱的交易商，最终都犯了过度交易的错误而且破了产。

你能举个例子吗?

最近的例子是，有家英国的贸易组织在试图垄断原油市场后，陷入了严重的困境。开始时他们成功了，但最终失去了控制，原油价格跌去了4美元。

最终结果如何?

他们损失了4000万美元，而且使自己陷入了困境。

很可能你管理着比世界上其他期货交易商更多的钱。在你遇到损失时，你怎么克服情绪上的紧张?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的情绪压力是非常巨大的;在任何一个日子,我都可能损失成千上百万美元。如果你使这些损失个人化、情绪化,那么你就不能交易了。

损失丝毫没有使你烦躁不安吗?

唯一使我烦躁不安的是低下的资金管理水平。偶尔,我遭受的损失很大。但在输钱的过程中我并没有非常紧张,只要损失是合理的交易技巧的结果。平掉7月/11月的大豆差价合约是使我惊恐的一个例子。从那段经历中,我学到了许多有关风险控制的知识。但在平时正常的交易过程中,遭受损失并不让我担忧。

哪一年你是亏钱的?

有的,1981年我损失了大约16%。

那是因为你主观上犯错误,还是客观的市场内因?

它是两者的结合。我的主要问题是,它是我经历的第一个主要的商品熊市,熊市与牛市相比有着不同的特征。

你是否误认为市场总是在上升趋势中,而这种看法是因为骄傲自满带来的吗?

不是的,问题是一个熊市的主要特征是跟在快速回撤后的非常剧烈的向下运动。我总是卖空得太迟,然后在宽幅振荡的密集成交形态中平仓。在熊市里,你必须用逆势的反弹来建仓。

那一年,你还犯了其他什么错误?

我的资金管理水平太低。我有太多的相互牵连的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那一年对你的信心打击大吗?

我重新设计了许多风险管理的方法。我特别注意我所有头寸的相关性。从那时起,我每天都要认真地分析我在市场中的总风险。

当你交易货币时,你是在银行间市场还是期货市场?

我只在银行间市场里交易,除非我是在IMM中做套利交易。国际货币市场(International Monetary Market, IMM)是芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange)的一个分支,是世界一流的货币期货交易所。那里的流动性非常好,交易成本低,而且是一个 24 小时交易的市场,这对我们很重要,因为我们真的一天交易 24 个小时。

你多少交易量是在货币上?

平均而言,我们的利润的百分之五十至六十来自货币买卖。

我想除了目前在 IMM 里交易活跃的五种货币以外,你还买卖其他币种。

我们交易任何流动性强的货币。实际是所有的欧洲货币(包括那些斯堪的纳维亚半岛上的国家),所有主要的亚洲货币和中东货币。交叉交易(Cross)很可能是我们最重要的交易载体,你不能在 IMM 里进行这样的交易。“交叉交易是一种涉及两个外国的交易。例如,买入英镑并卖出同等美元数量的德国马克就是交叉交易。”你不能在 IMM 里进行交叉交易是因为他们固定了合约的大小。

但是在 IMM 里,你可以通过调整两种货币之间合约数目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比例，使每个头寸的美元价值相等，来实现交叉交易。

但是那不如在银行间市场中来得确切和直接。例如，德国马克/英镑和德国马克/日元的交叉交易非常活跃。

我想，当你做德国马克/日元的交叉交易时，是以美元来估价，而不是两种货币中的一种。

正是这样。你可以简单地说：买入100(万)美元的德国马克并卖出100(万)美元的日元。在银行间市场，美元是全世界使用的交换单位。

在出现突然消息的条件下，或发布的经济统计数据出乎意料而导致货币剧烈反应的条件下，银行间市场的反应不像期货市场那样剧烈吗，或者是套汇商让这两个市场紧密相连？

从这两个市场都可套汇，但这时只有非常灵活的套汇商才能赚钱。市场确实有些出格，但不是很严重。

对这些事件，银行间市场价格的反应不太偏激吗？

是的，因为在期货市场发生的事是入市交易商退却并使止损点委托生效。唯一拉回市场的是那些使银行倒向另一边的套汇商。

相比投机交易，银行市场在多大程度上代表了商业行为、或套汇？

美国联邦政府已经对此做了研究。我手头没有这些数字，但它基本上是一个套汇市场。银行是主要的投机商，还有像我这样的少数参与者。

货币期货市场在几个重要方面的效率不高。首先，套汇通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一种特定的货币和时间要求。比如，如果我要在 4 月 12 日套取 3600 万美元，那么银行就会办理。但是在期货市场，交易仅限于特定的时间和固定的合约大小，所以套汇商的要求得不到精确地满足。

所以实际上期货市场无法竞争，因为银行间市场可以为任何客户量体裁衣?

正是这样。另外，这个活动发生在一般的商业银行关系中。也就是说，经常地，套汇商要表明他的有锁定利润的银行利率，这样他就可以按此借钱了。

你能谈谈你的基本分析方法吗?你怎样判断市场应有的合理价格?

我想，在任何一天市场的价格都是合理的，因此我试图计算出在何种条件下，价格会有所变化。

一名优秀的交易商的工作之一是想象交替变化的场景。我努力在脑海中形成许多有关这个世界是什么样子的景象，并等待他们中的某一个得到确认。每次，你要保持发现一个。不可避免地，这些景象中的大多数将是错误的——也就是说，仅有几个景象可以证明是正确的。但是然后，出乎意料地，你会在一幅景象中发现它，十有八九是猛然顿悟。那个场景会因此成为你的真实世界的画面。

让我给你举个例子。1987 年 10 月 19 日股市暴跌后的那个星期五，我没有睡好，这对我非常特别。但是我相信我不是那天晚上辗转反侧的唯一一个交易商。整个一星期，我都在思考那周的事件会对期市上美元的价格有何影响。我努力设想许多不同的景象。这些景象之一是全面的恐慌——世界的金融走向终点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个场景中，美元成了最安全的天堂，结果，美元大幅上扬。实际上，那周的星期二，美元确实暴涨，因为许多人从其他地方取出美元。在随后的三天里，市场极度混乱。到了周末，美元已经开始再次恢复原样。

就在那时它在我的脑海中结合了起来。考虑刺激作用需要的联合，受世界范围内的巨大金融恐慌的支配，日本银行和德国银行采取潜在通货紧缩措施的勉强态度，以及持续扩大的美国贸易冲突，财政部长贝克(Baker)的唯一解决方案是放任美元自流。这对我已经绝对清楚了，某个人必须扮演刺激的角色，而这个人正是美国。

结果，美元下跌，而且其他国家的中央银行无意干预。我曾绝对相信那是贝克能做的唯一一件事。

你在周五的晚些时候才意识到这一切，在市场上采取行动不是太晚了吗？

是的，那是个非常紧张的周末，我意识到美元可能会大幅度低开。

你工作时间以外还进行交易吗？

是的。第一，在我去的每一个地方都有显示器——在我家里，在我郊外的别墅里。第二，我的职员一天 24 小时值班。

一旦发生什么大事，你的职员会立即报告你吗？

绝对如此。首先，对每种货币我们都有电话警告的价位。如果货币突破了我们已经定义的界限，我的职员就会根据指示打电话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在半夜你接到的电话有多少次?

我有一名助理交易商，有意思的是他被允许每年把我在家里叫醒两次。但是，真的不必有那么多电话。每当市场交易繁忙，我一直知道会发生什么。我的家里装备了交易显示器和直线电话。还有，我的助手的工作是起来接电话。他一个晚上很可能会接到三四个电话。

你是在说你授权了夜间的决策?

每周我们至少一次为一种货币创造一个可能出现的情况的顺序。我们为每种货币定义了我们期望的变动范围，以及在货币突破这些范围时我们要采取的措施。

所以如果货币 X 到了 135，你的助手就知道该采取什么行动……

他应该买进或卖出。这些决定预先已经制定。但是如果遇上首相辞职，或者重要的意料之外的货币升值，或者发生与最近的预测顺序不相适应的其他事情，他们就必须根据指令打电话通知我。

你有在夜晚进行交易的时候吗?

是的，非常多。

你显然不能跟着时钟交易。你是怎样安排时间来平衡你的工作和个人生活?

总的来说，我的交易保持在上午 8 点至下午 6 点或 7 点之间。如果货币市场非常活跃，我会在远东市场中交易，它的开市时间是晚上 8 点。东京上午市的交易持续到晚上 12 点。如果市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场处于强势阶段，我就会到床上睡几个小时，然后起身赶上下一个市场的开盘。这非常有趣而且刺激。

让你感到有趣而刺激的是不是看着波浪从一个国家卷到另一个国家？

绝对如此。当你真的身处其中时，显示器就像要伸出手来把你紧紧抓住。行情变化的方式是：它们的范围越广，它们就越疯狂。我在全世界范围内同每个市场建立联系，所以我知道发生了什么。暂时忘掉交易。我从事这个行业的原因之一是，我发现分析全世界的政治事件和经济事件尤其令人着迷。

你描述的方式是，你使整个过程听起来更像一种不变的游戏，而不是工作。你真的这么看？

它不像工作，除非在你输钱的时候——那时它就像工作了(他大笑)。对我来说，市场分析就像一个多维的棋盘，它的乐趣纯粹是智力上的。比如，它试图得出新西兰财政大臣面对的问题，以及他如何解决它们。许多人会想，那听起来不可思议。但对我，一点也不奇怪。我在期市交易，也像管理着自己的袖珍国，而且有一大堆问题。我必须想象如何对付澳大利亚、美国和工会出现的变化。我的工作是算出他们要干什么，以及他们的动作的次序是什么，这些次序他或市场都无法预计。那对我来说本身就妙趣横生。

在跟随这些变化的世界市场的过程中，我知道你阅读了大量的经济文献。你还注意各种市场顾问通讯吗？

我每天都读“投资领袖的报告”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录上是哪些人?

所有的通讯作者都有大量的追随者。这些作者是普罗切特(Prechter)、泽维格(Zweig)、戴维斯(Davis)、埃利埃德斯(Eliades)等等。

你用这些投资领袖的报告作为反面意见的衡量标准吗?

我尽量避免自己聪明过头,因为这往往反倒坏事。在主要的价格运动中,他们也不可能百分之百准确。我真正在寻找的是一种市场不确认的交感。我想知道有许多人正在犯错误。

所以如果投资领袖目录中的大部分人在市场不是向上运动的时候一致看多,而且你有某种基本面的原因看空,那么你对交易的感觉会更坚定?

是的,更加坚定。

你认为人们仅仅通过跟着投资领袖就会从交易中获利吗?

很可能,但我的印象是要赚钱,你就必须满怀信心地持有头寸。如果你跟着别人做,那是十分困难的。可是,确有一些优秀的投资领袖。比如,在股票市场,我喜欢马蒂·泽维格(Marty Zweig)。他使用绝佳的风险控制。不像其他一些投资领袖,他不相信他在预测未来;他只是观察已发生的一切,并作出理性的决断。

你既谈到风险控制的重要性,又谈到满怀信心持仓的必要性。通常你在一般交易中冒多大的风险?

首先,在任何单一的交易中,我努力避免冒比我的组合大百分之一的风险。其次,我研究我的交易的相关性,我们每天做计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算机分析，看看我们的头寸如何相关。通过痛苦的经历，我已经知道头寸相关性中的一个错误往往是一些交易中最严重问题的根源。如果你有八个高度相关的头寸，那么你实际上是在交易一个八倍大的头寸。

那是否意味着，如果你既对德国马克看多，又对瑞士法郎看多，那么你就会判断哪个你更喜欢，并把这个多头头寸放在那个货币上?

是的，正是这样。比如，此时此刻，尽管我在美元上放净空，但是我在日元上做多并在德国马克上做空。在我所有的交易中，如果我在某个东西上做多，那么我就喜欢在另一个东西上做空。

像德国马克/日元这样的交叉汇率是不是比它们各自独立的货币运动得慢?

不一定。比如，英镑/马克的交叉汇率曾在2.96至3.00的密集成交区内运行了一年。它最终在大约一个月前向上突破。突破的那天，它挑战了成交区的顶边大约二十次。英格兰银行继续防守。最终英格兰银行还是放弃了。交叉汇率一刺穿3.01的水平，就没有交易了。实际上，直到它到达3.0350以前还没有任何成交。所以它在没有交易的情况下运动了整整百分之一。

这对银行间市场不同寻常吗?

非常特别。它意味着每个人都在注视3.00的位置水平。一旦每个人都知道英格兰银行不再干预了，那么就没有一个人想做空了。

那种类型的突破——一种剧烈而迅速的突破——比典型的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突破可靠得多吗?

是的,它可靠得多。

即使价格已经很高?

是的,非常高的价格。价格越高,你建的仓位就越多。在那种情况下,汇率在3.04和3.02之间波动了几个小时以后,飚升至3.11。

你相信在货币市场中交叉汇率,比对美元净做空或净做多,提供了更好的交易机会?

是的,因为很少有人注意交叉汇率。总的原则是:越不引人注目,交易就越好做。

你的交易风格保持了基本面分析和技术面分析的同步。但是如果我要对你说,布鲁斯,我们打算把你关在一间屋子里,而且你可以得到所有的你要的基本面的信息,或者你要的所有的走势图和技术指标,但你只能选择一种,你会选择哪一个?

那就像在问一个医生,他是愿意用诊断,还是用监测病人健康状况的图表来治疗病人。你两者都要。但是,如果让我选择,那么现在基本面更重要。在70年代,仅凭技术分析很容易赚钱,假突破的情况少得可怜。而今,每个人都是绘图员,而且有大量的技术交易系统。我想这种变化已经使技术派交易商很难赚钱。

你认为趋势跟随系统的交易手段会在它自身规模的重量下,以及大多数这种系统都采用相似的交易手段的事实下,最终自行毁灭吗?

我认为那是肯定的。唯一能挽救那些技术系统的东西就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个高通货膨胀率，这时简单的趋势跟随系统就能再发挥作用。但是，我认为，如果我们有稳定的、适度的通货膨胀率，技术交易系统战胜其他系统是毫无问题的。

让我们把话题转到股票市场上。你相信股票市场的行为与其他市场不同吗？如果是的话，怎么不同？

股票市场有多得多的短期逆势行为。在市场起来后，它总要回撤。商品市场有对物理货物的供需关系驱动；如果真有短缺，商品的价格会持续上扬。

那么如果股票指数市场更加波澜起伏，有没有什么有效技术分析手段？

也许有，但它们一直在变。我已经发现非常长期的决策系统会抓住更大的股市涨势，但你需要用非常广泛的止损点。

所以你必须要很长的时间来滤掉噪声。

这比大多数交易商所能等待的长得多，因为那种战略包括平安渡过巨大的市场回撤。作为一种替代手段，我认识的一位交易商通过预测股票市场如何能伤害大多数交易商，在股票指数市场中盈利颇丰。市场看上去就是专为他服务的。

他如何估价数值？

他看市场的情绪指标数值，但那基本上是一种本能的感觉。

某些评论员将 1987 年 10 月的股市暴跌归因于瞻前交易(Program Trading)。你自己的感觉是什么？

我认为有两种不同的因素。第一，过高的股价使市场容易受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率上升和其他基本面因素而引发下跌。第二，专注于所谓投资组合保险(Portfolio Insurance)的养老基金的沉重抛压加速了下跌。

我们是在谈与套利类型的瞻前交易相对的投资组合保险吗?(投资组合保险包括系统地在股票价格下跌的同时做空股票指数期货〈并在股价上涨时回补〉以减少投资组合的风险。瞻前交易通常是指与持有的一揽子股票头寸反向做空和做多股票指数期货。)

是的。可以说套利加重问题，而不是减轻问题的唯一途径是，如果不是因为瞻前交易套利，那么投资组合保险就不会出现。

所以在套利者使投资组合保险变得可能的范围内，只有他们应对市场下跌负责吗?

是的，投资组合的承保人有时会在几个小时内就下几十亿美元的空单。市场不能消化这些空单。我认为投资组合保险是一种糟糕的想法;它只是名义上的保险。实际上，它比巨额止损点委托指令好不到哪去。如果不是因为投资组合保险的抛压，市场也会剧烈下跌，但不像我们见到的500点的跌幅。

你认为伟大的交易商有特殊的天赋吗?

从某种意义上说是这样。根据定义，只可能存在相对一小部分超级交易商，因为交易是一场零和博弈。

在天资和勤奋工作之间，交易成功的平衡是什么?

如果你不努力工作，那么你根本不可能成为一名优秀的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易商。

有没有交易商可以凭天生的技巧轻易获利?

你可以凭此短暂获利。在交易中有许多昙花一现的奇迹。发现某人有一种强烈的感觉,糖可能会涨到40美分,或铜的合约差价正在扩大,而且其中一个想法最终成了现实,是一件很常见的事。比如,最近我听说有一名交易商在过去一年中,在铜的差价合约上赚了2700万美元,然后又全部输光。

你对新手有什么建议?

第一,我想说风险管理是最需要透彻理解的东西。适度交易、适度交易、适度交易是我的第二个建议。无论你认为你的头寸应该会怎么样,至少砍掉一半。我对新手的经验是,他们的交易三至五倍的大。他们在一个交易中冒5%至10%的风险,而他们本该冒1%至2%的风险。

除了过度交易之外,新手通常还会犯什么错误?

他们使市场个人感情化。一种最普遍的错误是,认为市场是个人的报应。当然,市场完全不是个人感情化的;它不关心你是否赚了钱。无论什么时候当一名交易商说,“我盼望”,或“我希望”,那么他的思维已经被破坏,因为它转移了判断过程的注意力。

在我与科夫纳的谈话中,他于分析的复杂和广阔给我留下了深刻的印象。我仍然不能得出他是怎样找时间,错综复杂地跟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

踪并分析这么多不同国家的经济状况，并独自将这些不同的分析集成到一幅画面中。很明显，科夫纳对全球范围内基本分析和技术分析的独特综合，很难言传给一般的交易者。但是，在科夫纳的与更庸庸碌碌的交易商直接相关的交易方法中有几个关键因素。

科夫纳把风险管理列为交易成功的关键;在进行交易之前，他总是确定一个出货点。他还强调对在一个投资组合基础上评估风险的必要性，而不是单独分析每个交易的风险。在一个人持有高度相关的头寸时，这种评估是绝对关键的，因为总体的投资组合风险可能比交易商想象中的大得多。

科夫纳给我印象特别深刻的一句话是有关他设置止损点的方法:“我把止损点放在太远或太难轻易到达的位置上。”按这种方式，科夫纳使他不在被证明是正确的止损点价格以外成交的机会最大化，而同时保持严格的资金管理纪律。这个方法背后的哲学是，最好把一个交易中预定的美元最大风险分散在少数几个合约里，而采用大范围的止损点。这与典型的交易商正好相反，这些交易商试图限制每个合约的风险，但又交易尽可能多的合约——这通常导致，在市场向预计的方向运动以前，就平掉了许多好合约。教训是:如果可能，把你的止损点置于可以合理地指出交易错误的位置，而不是主要由你愿意最多在每个合约里损失的美元决定的位置。如果你把每个合约的止损点位置定得过低，那么你最好减少交易合约。

科夫纳最严重的交易错误——也就是他的“几乎破产的交易”，就像他所说的——源自一时冲动的决定。我也认为，交易商最容易犯错误的时候是他冲动行事的时候。无论采用什么方法，一旦选定了一种战略，交易商应当按他或她的交易计划行事，并避免一时冲动的交易决策(比如，因为一个朋友刚刚推荐，就进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行一笔未经计划的交易;因为一个反向的价格运动,就在预定止损点到达以前变现头寸)。

最后,科夫纳认为一名优秀的交易商应该“坚强、独立,而且极端逆反”,并指出纪律和愿意犯(和接受)错误是成功交易商的显著特点。

(陈　鑫　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼德·林奇

他不是神话

彼德·林奇曾是麦哲伦基金的掌盘人，为投资人在10年间创造了将近13倍的获利，成为美国人心目中最为传奇的投资大师之一。现在，彼德·林奇急流勇退，开始了悠哉游哉的写作。令人想不到的是，林奇在股市操作上的非凡成就，并不来自于什么艰深复杂的投资分析系统，而是源于工作和生活上一些显而易见的观察。林奇曾说，投资人的个性清单上该列出：耐性、自信、常识、忍受痛苦的能力、开阔的心胸、持久力、弹性、客观、谦逊、做研究的意愿、承认错误的意愿，以及对普遍性慌乱处之泰然的能力……

1990年5月，当彼德·林奇(Peter Lynch)宣布要从麦哲伦(Magellan)基金——忠诚(Fidelity)基金集团旗下最大的基金退下来的时候，整个投资界都快窒息了。1977年，在掌管麦哲伦基金前，林奇已在忠诚基金集团干了8年，并在后三年里担任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究部主任。

在林奇上任的头三年里，麦哲伦基金获得了145％的收益率，也就是平均年收益率为35％。而同期标准普尔500指数的年增长率只有11％。在林奇掌管麦哲伦基金的13年里，所创造的29％的年收益率，对于一名任期十年以上的基金经理来说，至今仍是最高记录。1983年4月，当麦哲伦基金的资产超过10亿美元后，林奇创造的收益率为227％，而同期成长型基金的平均收益率只有131％。

林奇从麦哲伦基金退休的时候只有46岁。他在离开忠诚基金时召开的新闻发布会上说："没有人会在临死前遗憾他花在办公室的时间太少了，尽管我热爱忠诚基金的工作，而且为麦哲伦基金及其100多万股东倾注了大量的心血，但我相信现在是我把精力献给宗教、慈善和教育事业的时候了。在忠诚基金集团的21年里，我已获得很多，现在我想更多地回报这个社会。"

尽管林奇至今已有8年多未掌管任何基金了，但他现在仍是忠诚基金集团财产受托董事会的成员，并担任忠诚管理与研究公司的副主席。

麦哲伦基金的资产已超过500亿美元，它还能比标准普尔500指数表现得更好吗?

绝对可以。鲍勃·斯坦斯基(麦哲伦基金现任投资组合经理)所用投资组合的收益率超过标准普尔500指数已经10多年了，所以你没有理由说他在未来的5年或10年里不能战胜标准普尔500指数。当然你必须恰到好处地使用这500亿美元。这500亿美元是一家在全美国乃至全世界有100多位分析师和45位出类拔萃的基金经理的公司。有很多人帮助斯坦斯基，他是个非常有天赋的人。业绩的好坏很大程度上取决于这个掌管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500 亿美元的人是不是“得道多助”。我的意思是，斯坦斯基很聪明，是个不可思议的天才，同时还有许多人全力支持他。

麦哲伦基金的前景如何？

回顾过去 5 年，你就会发现我们一直在战胜市场。如果你在我离开麦哲伦基金的时候有 1 万美元的投资，那么你现在就该有 2.7 万美元了。人们总在唠叨麦哲伦基金在 1995 年和 1996 年表现不佳，但在我离任至今的 8 年时间里，它一直在战胜市场，它的表现胜过其他 85％的基金。事实上，麦哲伦基金从未表现平平过。过去两年，它增值了 50％，相当于银行 11 年的利息。尽管去年麦哲伦基金像其他许多基金那样明显落后于市场，但看看它以往的记录，还是非常惊人的。忠诚基金集团的资源是一流的。我离任后，忠诚基金集团的基金经理为公众创造了最好的金融产品。基金业是个非常客观的世界，它只与数字打交道。

你在麦哲伦基金任职期间，每年的平均收益要比标准普尔 500 指数的增长高 15％，你是用什么交易技巧创造这样惊人的回报的？

我想关键是灵活性。我认为随时随地都有好股票。我个人偏好电力事业股、燃气股和赌博公司。一些人对赌博业有反感，但现在人们称它们是体育股、娱乐股，升级到了一个新范畴。当然我也买保险公司股，买航空公司股。如果你观察 10 个股票，你会发现一个你感兴趣的股票。如果你观察 100 个股票，你会发现 10 个你感兴趣的股票。石头翻得最多的人才能发现宝藏。

你的投资哲学是在哪里获得的？

我们曾有过像“清教徒基金”和“忠诚基金”这样的基金。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们总是有一个收益目标和一个成长目标，我们让一些人跟踪纺织业，一些人跟踪钢铁业。即使计算机网络股和软件股很热门，我们不会让每个人都去研究它们。所以我总是有广阔的视野。1969 年至 1977 年我曾是分析师，其中后三年我担任研究部主任。我雇佣分析师，我监督分析师，我跟踪分析师的成果，所以我了解许多工业领域，有很广的选择范围。

你曾经说过，“事实上，我从未有过全面的战略”，并说“跟踪迹象”让你找到你所寻觅的目标。当你管理的基金资产增加到几十亿以后，你是怎样做的?

这不太难，有时你寻找一个大盘股，有时你寻找几个小盘股，它们到处都是。我的意思是，有时它是一家像英国石油公司、芬尼·梅伊公司或是美洲银行这样的大公司，有时它们是 10 家小公司。所以当你有了 100 亿美元，你就必须发现 10 个而不是一个好股票。我认为关键问题是你必须采取一个主动的姿态。你抛出部分股票并不是因为这些股票有问题，而是因为别的股票更有吸引力。

你有很大的投资自由，你的投资范围包括全球股市和债市。你曾在 1982 年投资债券，直到 1984 年它仍是你最大的持仓之一。那么你对一年前杰夫·维尼克(杰夫·维尼克毕业于哈佛工商管理学院，1992 年至 1996 年掌管麦哲伦基金。在 1995 年股票处于牛市时，杰夫·维尼克却一头扎入了债券里)把麦哲伦基金投入到债券里怎么看?

如果股票下跌，经济停滞不前，那么债券是理想的赌注。我买债券的时候，长期债券的年收益率是 12% 至 15%，而股市的长期年收益率是 9% 至 11%，我想如果买债券赚不到钱，股票同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样也好不到哪里去。从 1982 年到 1990 年，在股市大涨的时候，长期债券同样表现出色，所以买债券也可以赚大钱，只是，当我买债券的时候，债券的年收益比股票高罢了。

你是不是认为维尼克还不够成熟?

谁能想到股市在 1995 年上涨了 37%，去年还会上涨 22% 呢?比如，有一种年收益率是 7% 的债券，如果利率下降，你就能得到 7%，可能再加上 5% 的盈余，总共 12%，这不算太坏，我想这是个很不错的选择。但人们买入债券的唯一原因是他们认为利率会下降。在我看来，买入债券不是防御利率下降的一种措施，拿着现金才是防御，这是种进攻措施，只是不太奏效罢了。

你掌管麦哲伦基金期间，基金规模不断扩大，你是否随之改变你的投资战略?

当麦哲伦基金还很小时，我买大公司的股票，而基金变大后，我却拥有几百家甚至上千家中小企业股票。好股票到处都是。

你常进行板块投资，购买某一特殊行业里几十家甚至上百家公司的股票，是吗?

是的，我记得有一次我持有 33 家名称以“第一”开头的公司的股票，我也曾持有过 250 家银行和旧货店的股票，它们中有 30 家是以“第一”开头的。如果你发现了一家卡车运输公司的股票很有吸引力，你就该看看另外 5 家。如果你发现一家航空公司的股票值得买，那么不看看其他 5 家就太蠢了。汽车行业也一样。我曾持有所有汽车公司的股票，只是克莱斯勒公司的多些罢了。通常，如果你发现某家公司的经营状况正在变好，你就该注意这个行业里的其他公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你最近提倡投资小盘股，但它们已落在了大盘股后面。

差异太大了。我的意思是，在过去的三年里，标准普尔 500 指数的前 100 家表现一直超过其他 400 家公司，这是从未有过的事。标准普尔 500 指数的后 100 家也都是相当大的公司，但它们被前面的公司压着，这种情况可能再持续六个月，不会持续很久。现在，可口可乐公司股票的价格是其 1996 年收益的 40 倍，2000 年收益的 20 倍。这是家伟大的公司，如果你已经持有 10 年或 20 年，那你肯定收获很大了。在 1997 年初，它已把 2000 年的收益贴现了，以前可口可乐公司股票就有过这种情况。

你在《战胜华尔街》一书中写到，小型成长股并不是麦哲伦基金成功的主要因素。那什么是呢?

我认为是中型公司、再生股、特性股和周期股的结合。许多人给麦哲伦基金贴了标签，他们认为麦哲伦是一个成长型的基金，而我总是说它是个资本收益型基金。我认为这有严格的区分。成长型的基金只购买年增长率是二位数的公司，比方像强生、可口可乐和小型的成长企业，我从未把超过一半的基金投到成长型的公司里，我总是在寻找其他类型的股票。坦率地说，如果我能发现一家公司年增长率在 20%至 25%之间，并且市盈率只有十几倍，再加上漂亮的资产负债表和绝对领先的市场占有率，我会把所有的钱都投在上面，但是我从未找到过这样的股票。所以，与其买价格离谱的成长股，不如买特性股、实值股、再生股、周期股和金融股。

麦哲伦基金的投资组合的周转率，在开始的时候是 300%，并一直上升，但从 1981 年基金向公众开放后，就降到了 110%，是吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我是个周转率的发烧友。我认为周转是件好事。尽管股票交易有3%至5%的佣金,但是如果我发现了好股票,我就会买入。

你曾说:"少数几个巨大仓位的巨大利润才使麦哲伦基金有了骄人的业绩。"按这个说法,一个基金是否更应关注少数几个股票?

当麦哲伦基金的资产为100亿美元的时候,最好的200种股票占了25%甚至更多;当麦哲伦有140亿美元资产的时候,我有500种股票,但每种占基金总资产的比例相当小,均不到0.01%,但每家公司都有10000股以上,对于我看好的公司就再增加100万股。我一直研究它们的年度报告,然后记在卡上。

你还购买外国股票。这些组合是不是为麦哲伦基金的回报作出了巨大的贡献?

我想比起国内股,我在海外投资上得分更高。如果我在美国股票上得了10分里的6分,那么在外国就得了7分。目前美国的许多投资机构并没有充分挖掘海外市场的潜力。

你在掌管麦哲伦基金的时候,忠诚投资公司里没有人会来评说你的能力,今天的麦哲伦是否也是这样?

当然。在忠诚投资公司里,如果某个人掌管一个基金,没有人会对他说"你不应该买美洲银行",或是"你不应该买中南部公司的公用事业股",或是"你不应该买道氏化学公司"。你有很大的自由,也有很重的责任,你的工作就是战胜市场。

你为基金的急剧膨胀而悲叹,建议人们把钱投到指数基金里,是吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我是说如果他们不想认真研究股市的话，那么指数基金是种简单的选择，我就怕人们先买了韩国基金，然后又买德国基金，然后再买一个新兴的成长基金，最后把它们换成一个价值基金。结果他们两头受损。如果他们真要买，就该买一种指数基金。

举个例子，过去几年小盘股和实值股表现不佳，就在这一切要结束的时候，他们会说："还是买蓝筹股好"，然后他们会在蓝筹股基金将要转入弱势的时候买入；但就在蓝筹股基金要走好的时候，他们又回到了高风险的小公司上，人们应该研究基金，然后选择自己喜欢的组合，并一路持有。

在今天的市场里基金是不是太多了?

我认为基金一多，公众就难以选择，但公众最终会决定买哪个基金。如果他们不喜欢某个基金的表现，他们可以转到别的基金上。就好比现在有许多餐馆，人们都有自己的选择。因此我认为市场也会作出选择。

作为一名投资者，你学到的最深刻的教训是什么?

最深刻的教训是你必须了解你的持仓：如果股票下跌，就要明白它为什么跌，这样你就能决定是继续补仓，还是割肉。

你对共同基金投资者最好的建议是什么?

你应当明白，市场已经下跌，没有人知道下一个 2000 点会怎么走。但是，下一个 7000 点会出现，下一个 15000 点会出现，下一个 21000 点也会出现。今后二十年，上市公司会赚更多的钱，这是股市上涨的真正动力。你拥有股票的时候，就拥有了公司，当公司的利润上升，股价就会上升。

(陈　鑫　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲力普·费歇

普通股和非普通的利润

菲力普·A·费歇毕业于美国斯坦福大学商学院，是公认的现代投资理论先驱之一。《普通股和非普通的利润》便是他的代表作。

“看了他的《普通股和非普通的利润》，我找到费歇先生……当我们见面时，他给我印象极为深刻，如同他的思想一样，通过对费歇技巧的运用，可以全面而深刻地解释投资业务……使人做出明智的投资决策。”——沃伦·巴菲特

持股20年

1928年5月，费歇离开工作了一年的斯坦福大学，进入洛杉矶的克罗卡—安格鲁国家银行，开始了其投资生涯。20个月后，升任该行统计部门的主管，负责证券分析工作。

1929年秋天，费歇亲身经历了美国股市大灾难:崩盘。此后，费歇又作了一段时间的投资咨询工作。对股票经纪人，通常有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种贬低的说法:“对价格耳熟能详,对价值一无所知。”但通过自己的观察和实践,他发现这只是对股票经纪人的一种误解。他相信在美国西海岸,投资咨询大有可为。

1931年3月1日,以他自己名字命名的费歇公司成立。该公司为公众提供投资咨询,但主要精力放在投资成长股上,所获甚丰。

二次大战爆发后,费歇入伍。在美国空军服役三年半时间,期间做文案工作。在服役的业余时间里,费歇开始回顾总结10年来自己以及身边的其他投资者成功和失败的案例。在此过程中,费歇逐渐理出一些极其重要的投资原则。这些原则与当时的投资理念大不相同。

离开军队后,费歇心无旁骛,全身心投入实践这些原则的工作中。费歇公司也不再是主要服务公众的咨询机构。在后来11年的时间里,他的客户没超过12个,而且都是老客户。通过11年的检验,费歇发现依照他总结出来的这些原则操作,不论整个股市盘整或下跌,都能获得收益,比他战前10年里部分运用这些原则,效果要好得多。

从研究自己和他人的投资实践中,费歇深刻体会到两点:一,如想从投资股市中获得巨大利润,就必须具备耐心;二,股市存在与生俱来的欺骗性。如果投资者缺乏自控能力,与大众行为亦步亦趋,其结果通常总是失败的。

费歇觉得他有责任帮助那些小额投资者走上正确的投资道路。同时,在费歇访问调查公司过程中,结交了一批企业主管和金融界人士。这些人也都热切地想了解他与众不同的投资思想。就这样,《普通股和非普通的利润》于1958年诞生了。

该书一问世就影响极大,以至未来的“股王”——年轻的巴菲特读到此书时,如获至宝,并亲赴美国西海岸求教。巴菲特在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的投资决策中注意企业特质、经营者的能力、不追求多元投资等原则的确立均得益于费歇的思想。斯坦福大学多年来将该书作为投资专业的必修课程，又为华尔街输送了一代又一代的费歇理念。至今该书仍畅销不衰。

在《普通股和非普通的利润》中，费歇先生开宗明义指出："不论出于何种原因，通过什么方法，当你购买股票时，目的就是赚钱。"因此，在投资股票赚钱之前，第一步应该先追溯一下历史，看一看历史上那些成功的投资家是如何赚取大笔利润的。

费歇说:"翻开美国证券历史，可以看出有两种截然不同的方法，能够积累巨大财富。"19 世纪和 20 世纪早期，大大小小的获利都是赌运气。在那段时间，不稳定的金融体制，造成经济的繁荣和萧条反复发生。在萧条时买进股票，繁荣时卖出是主要获利的原因。这种获利，特别适合那些与金融界有密切关系的人，内幕消息足以让他们提早知道何时将开始收缩银根。

1913 年，美国联邦储备体制建立后，开创了股市的新纪元。那些致力于发现杰出公司，不论股市涨跌动荡都坚持持股的投资者，获利远远大于那些即使是非常出色的高抛低吸炒手。

费歇说，这听起来似乎让人吃惊，但成功的投资之道确实如此。证券交易所里挂牌的许多股票，无论当时被人看多或看空，都非常值得投资。换句话说，大部分投资者，无论是在尚无独立行为能力、完全由父母代替行动的时期，还是以后的有生之年，这种为自己和孩子日后获得丰厚财产打下牢固基础的机会大量存在。这种机会，不必非在某个股票挂牌的当天，或股市大跌、股价降低时才有。能够得到极大回报的股票年复一年地存在着。投资者所需具备的能力，是鉴别、区分少数极具投资潜力的公司和众多前景不明，甚至会彻底失败的公司。

费歇认为，这种投资机会比 20 世纪初更多了，原因是企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营的根本原则和处理企业内部事务的方式都比过去有了很大的改变。一个世纪以前，企业大都分属于个人所有，外部投资者的利益常常得不到保障。日常管理也是个人独裁，往往听不进批评和建议，更说不上坚持搞发明创造和开发工作。那些即使看上去非常有吸引力的公司，也存在相当大的危险，他们往往不能保持其行业中的领先地位。有时候即使能，内部人也会损“公”肥私，将利润消耗殆尽。现在随着企业研究和工程实验室的增加，企业管理和产品开发都有了显著的变化。

回顾了美国证券史，费歇总结说:“研究表明，巨大的投资回报属于那些走运或是具备敏锐感觉的投资者，他们发现，为数不多的公司多年来销售收入和利润的增长都大大高于行业总体水平。研究还进一步提示我们，一旦确信发现了这种公司，最好能够长期持有。此外，这类公司不必一定是年轻的小公司，也不必在意公司规模的大小。真正需要关注的是，公司的经营管理者是不是既有决心追求不断的成长，又能尽善尽美地完成预订的计划。”

费歇还指出，公司的成长总是和科研开发密切相关；成长型的公司都知道如何在不同的领域开展研究，开发出具备市场潜力的产品。这类公司还具备一个共同特征：经营者在致力于构筑长期规划时，并没有影响他完成日常工作的安排。

费歇本人是成长股的长期投资者。正如《福布斯》专栏作家、费歇之子肯尼斯·费歇所说:“他希望他购买股票的公司，成长，成长，再成长。以一个合理的价格买入后，决不再出手。”

摩托罗拉公司的股票，从60年代起，21年内，股价上涨了20倍，就是说，原先投资的1美元，现在成了20美元，而同期标准普尔指数仅上涨了7倍。红利股的收益是年均15%的复利。期间并不需要交纳各种经纪人佣金、共同基金的管理费用，一切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都很简单。但有谁能够耐心持股21年呢?

或许只有一位——他就是菲力普·A·费歇!

“闲话”的功用

投资者怎样才能发掘优秀的公司,保证其投资顺利升值呢?

费歇认为,有一个简明的方法:找到一个人,他对管理的各个方面都很在行,由他去详细调查某个公司经营者的能力,产品、销售网络、研究开发工作以及该公司其他主要功能的各个方面。由此,得出一个可靠的结论,某公司是否具备极好的发展前景、极高的成长性。

这方法尽管看起来似乎很管用,但这个方法操作起来却有点困难。因此,对普通投资者来说,不能给他们带来实际的帮助。因为,只有极少数人具备胜任这一工作的能力,而他们常常都已身居高位,而且待遇优厚。他们没有时间和兴趣去做这样的事情。即使他们有兴趣去做,那些真正属于成长型的公司是否能对一个外人公开全部内情也是令人怀疑的。因为这些内情对现在的或未来可能的竞争对手来说,太有价值了。

因此,费歇提出了自己的方法,他认为,这种方法如果操作得当,对发掘真正杰出的投资对象,能够提供线索。因缺乏恰当的词语表述,费歇以美国的俚语“床话”表达,称之为“闲话”方法。

费歇说:“商业上的葡萄藤是值得注意的现象,令人称奇的是,行业里任何一家企业,在相关方面的强弱情形都可以从有代表性的人物的评论中准确地得到,他们与该企业有这样或那样的联系。”

形象地理解费歇的“闲话”方法,类似我们中国人说的“顺藤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摸瓜”，任何一个企业都不是孤立存在的，都有错综复杂的“藤”与社会发生着联系。顺着他的藤，就可以了解他。

企业有哪些“藤”呢?

竞争对手。费歇说:“去一个行业的五家公司，巧妙地询问每一家关于其他四家公司的强项，弱项，十有八九，五家公司的强弱情形都能够详细而准确地显现出来。”

但是，竞争对手是一个而不一定是最好的信息渠道。费歇认为，通过公司的批发商和用户，可以了解到该公司与客户打交道的那些人的真实情况。

大学的学者、政府部门里任职的研究专家、竞争对手研究部门的专家，以及行业商会的头面人物，是珍贵数据的丰富来源。

但费歇强调，无论对商会名流或其他言及的信息渠道，去求教的投资者都必须断然声明，对他们提供的信息，在任何情况下都不会被泄露出去，而且要始终如一地遵守自己的承诺。否则，就会给提供情况的人带来极大的麻烦，使他们非议缠身。

公司的前雇员也能对投资者寻找“金矿”提供极好的帮助。但费歇指出的是，如果不经过仔细的研判和充分的核实，从前雇员那里得来的信息也可能是有害无益的。

前雇员的优势是他们能够以一个内部人的眼光来分析前雇主的优点、弱点，同时，因为离开了公司，能够畅所欲言。但是，他们可能认为自己是被无理辞退，可能觉得自己是受了冤屈才离开公司，这也许正确，也许错误。因此，只有核查了员工离开的真实原因后，才能判断他们所说的有多少成见，有多少价值。

通过不同的途径，对一个公司收集了大量的信息后，不必要求每一项数据都能够相互一致。事实上，一个真正优秀的公司，其主要的情况非常简单明了。即使是一个没有多少经验的投资者，只要知道自己的目标，就能够判断该公司是否符合他的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴趣，并决定是否需要采取下一步行动：与该公司的主管联系，弄清楚前期调查悬而未决的问题。

费歇提出的方法，也许很多投资者认为对自己无所助益，因为根本没有条件去采用。但是，正如费歇所说，投资者应该明白什么是投资过程中真正需要了解的，以及为什么需要了解。只有这样才有可能为自己选择最有帮助的职业投资顾问；也只有这样才能恰如其分地评价他的投资顾问所做的一切工作。

"闲话"方法是费歇投资方法论的基础，在以后的选投15条中，对每一个问题答案的获得，都运用了这种调查方法。

选股15要点

如果要使自己的投资在今后几年里带来百分之百的收益，或在更长的一段时间里，收益可以有更大的增幅，投资者应该掌握哪些东西呢？

费歇提出15点投资者应该掌握的选股要素。这15个要点中，有些是关于公司政策方面的，有些是关于公司执行政策的有效性方面的。对这些要点答案的获得，有些从公司外部的信息渠道中就可以确定下来，有些则需要直接询问公司里的人才能解决。因此，需要大量运用前面所谈的"闲话"方法。

费歇说，如果一个公司在很少的几点上不符合这15个要点，他可能是很好的投资"富矿"，但如果在很多方面都不符合这些要素，则是不值得投资的。

1. 公司提供的产品或服务，是否具有广阔的市场前景，至少在今后若干年里销售收入能够得到大幅度的增长？

费歇认为，投资者决不可能，哪怕是一次性的，从投资一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售曲线停滞或已开始下降的公司中获得丰厚的利润。经营者通过严格控制成本开支的刻苦经营，可以在较大程度上改善企业的利润，并使得股票市价增值。这种一次性的获利，是许多投机者和交易猎手(Bargain Hunter)寻找的对象，而不是那些欲使自己的资金获得极大收益的投资者的良机。

费歇说，有时，即使企业能够获得相当大的利润，也不是长期投资者良好的投资机会。这种情况是，在有限的几年里，外界条件的变化给公司带来了销售收入的大幅度增加，随后销售又停止了增长。费歇以美国的收音机生产厂商的例子作了说明。在无线信号传输发明以后，美国早期出售收音机的企业大获其利。但随着电视机的商业化开发，当每家每户通了电力，竞相选择购买电视机时，收音机厂商的销售就难以增长，这类企业的股票在市场上也失去了往日的魅力。

费歇强调，即使是非常杰出的成长型企业，也不必寄望他每一年的销售都能超过上一年。因为商业性的研究开发以及新产品的市场营销对销售收入增加的影响是复杂的，它往往体现出不规则的急剧上升而非一年一年的平稳增加。生意圈内的突发事件，也会对年度的销售发生较大的影响。因此，对增长的判断不能仅凭一年的业绩，而应建立在对几年以来每一年的考察上。如果说某个企业能够保证超常的增长，就意味着他不仅在今后的几年里，而且应该是在相当长的时间里都能保持超常增长。

费歇通过研究发现，能够在数十年里都保持很好成长的企业，可分为两种类型。因缺乏很好的名词表达，费歇称一种是“幸运并且有能力”，另一种是“幸运来自其能力”。

这两类企业都必须具备很高层次的管理能力。费歇说，没有公司仅靠幸运而能够保持长期成长。公司必须具有并一直保持一种高度的业务能力。否则，好运也不能带来财富，更不能保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在众多竞争对手中的有利地位。

费歇分别以美国铝业公司和杜邦公司举例说明。美国铝业属于“幸运并且有能力”的一种。这家公司的创始人具有伟大的眼光。他们很准确地预见到其新产品的重要商业使用价值。但是在那时，无论是他们或其他人，都不能预见以后 70 年里铝制品不断发展的市场规模。技术及经济的发展，使得该公司受益巨大。同时，美国铝业公司本身具备并保持一种高度的业务素质，去利用并促进这一市场趋势。即使历史并未曾创造出出乎预料的机遇，开辟出广阔的新市场，该公司仍能够成长，不过速度比较低而已。

美国铝业公司幸运地看到，自己是正处在远比其早期管理者所预见的极好的产业里。在美国证券市场上，人人都知道，很多该公司的早期股票持有者获得了财富。但可能不知道的是，那些后来的股票持有人投资收益怎么样。在费歇著书的 1957 年，美国铝业的股票比其一直表现良好的 1956 年下跌了几乎 40%。但即使这样一个“低价”，也比 10 年前 1947 年的最高价格增值了 500%。

费歇说，杜邦公司是另外一种“幸运来自其能力”的成长性股票。杜邦公司起初并非如现在大众所熟知的，生产尼龙、玻璃纸、合成树脂、合成纤维，或者其他一些富有市场魅力的产品——恰恰是这些产品给投资者以丰厚的回报。杜邦公司早期生产了多年的火药。在和平时期，他的增长与大部分采矿公司一样，表现平平。但杜邦公司利用其早期在火药生产中积累的知识和技能，成功地开发了一个又一个新产品，从而创造了美国工业史上不断成功的传奇故事。研究美国企业史，可以很清楚地看到，像杜邦、联合碳业等，都属于这种与命运抗争并最终掌握自己命运的“幸运来自其能力”的典型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个公司，如果多年来的销售收入都大幅度递增，领先于同行，很可能就是投资者致力寻找的“富矿”。然而，不管它属于“幸运并且有能力”，还是“幸运来自其能力”，投资者都必须对公司的经营管理者保持高度的警觉：他们是不是一直都能保持能力出众。没有这一点，销售增长不可能持久。

正确判断一个公司的长期销售曲线，对投资者极为重要。肤浅的判断会导致错误的结论。判断企业未来的销售曲线，必须切记一点：即使一个公司的管理很出色，同时，所从事的行业又依靠技术进步和发展研究，作为一个精明的投资者，仍必须保持高度的警惕，因为公司未来的销售曲线完全取决于管理层处理公司事务的能力。这是寻找杰出投资的第一步。

当一个投资者对这种机会保持高度敏感，他有可能获得多大的利益?就让我们来看一个真实的例子。1947 年，费歇的一个在华尔街工作的朋友，对尚在婴儿期的电视机工业作了个调查。他用了一年的大部分时间，研究了大约 12 个主要生产厂商。他的结论是，这个行当将会趋向激烈竞争，行业“领头羊”的公司可能会不断变动，某些公司的股票会有较大吸引力。但在调查过程中，他发现随着电视机的发展，会造成显像管里一种玻璃泡严重短缺。在这方面，最成功的企业是科林玻璃制品厂。进一步考察该厂的技术条件和开发工作，显示该公司完全符合生产电视机玻璃泡的资格要求。估计一下可能的市场前景，这一产品将是主要的新的经济增长点。同时，该公司的其他产品也都不错。于是，这位分析师就向个人和机构投资者推荐该股票。那时该股票市价 20 元，10 年后，该公司的股票经过 1:2.5 的拆细，股价超过了 100 美元，相当于购买该股时，每股 250 元，增长了 12.5 倍。

2. 当现在受欢迎的产品系列，市场潜力大大开发以后，经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营者是否有决心开发出新产品，发现新方法，保持销售收入继续增加?

企业现在的产品系列有新的市场需求，今后几年具备显著的成长前景，但如果企业既无措施又无计划继续开发新产品，这样的股票可能是很好的一次性获利工具。对目的在于追求超过10年或20年以上持续获利的投资者，却无所助益，但这恰恰是成功理财的可靠途径。在此，科学研究和工程开发就走上前台来了。老产品的改进和新产品的开发都离不开科研开发。

费歇指出，当公司的工程开发和研究创造出的新产品，和公司目前经营的产品有一定的内在联系时，投资者总能从中获益。然而，这并不是说一个值得投资的公司不需有产品互不相同的分支部门，而是说，公司的每一个分支都要有自己的研究中心。就像一棵树，其枝叶都是从自己的主干上长出来的，这胜过整个公司研究众多互不相关的产品，开发成功后，涉及多个新的产业，却与现有业务无关。

乍看，第二点似乎重复第一点的内容。其实不是那回事。第一点是一种事实，评估公司现有产品销售增长的可能性大小。第二点是经营管理者的一种态度。该公司是否及时地认识到，他的产品肯定有一天市场潜力会挖尽。到那时，要保持继续增长，就不得不开发新的产品市场。

只有在第一点上得到很好的评价，对第二点又持肯定态度的公司，才是具有极大的投资价值。

3. 公司的研究和开发工作，对增进业务规模有多大效能?

费歇说，我们不难了解到公开上市公司在研究开发方面的开支，因为他们每年都公布年度报告，简单地计算一下，就可以知道开发研究开支占销售总额的比重，以及每一元钱的销售收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入中，含有多少研究开发方面的支出，很多专业分析师，喜欢比较相关公司之间在研究开发方面的投入，比较相关公司与整个行业平均投入水平，以得出有意义的结论。这说明两点，一是研究开发工作对公司的竞争力关系重大；二是检查投资者投资的股票里，每股中包含多少研究金额。

这类数据可以大致地比较出一个公司是否以超常投入进行研发，或者在该项目投入上显得不足。然而，除非还进行了大量深入细致的了解，否则这些数据也会误导投资者。首先什么费用包括或不包括在研究开发费用里，各个公司计算口径差别很大。有些公司把为满足某个特殊订单，对现存产品的某些改变，而产生的工程开支也计算在内，对这种仅是销售工程 (Sales Engineering)的开支，大部分权威人士不认为它是真正的研发。相反，另一些公司却不把产品中试工厂的运行开支看作研究开发，但大部分专家却认为中试工厂行使的是纯粹的研究功能，因为它与获得新产品制造知识直接相关。

在企业的各项经营活动中，一家公司与另一家公司之间，在研究开发投入与产出比上，存在巨大的差异，即使在管理最好的公司当中，这种偏差也可能达到 2:1 的比率，这就意味着一些运转良好的公司在研究中投入 1 美元，其最终产出是其他一些公司同样投入产出的 2 倍，如果把一些运营平常的公司包括在内，最好的与最差的公司之间，投入与产出差距还要大。这主要因为新产品更新换代突飞猛进，研发工作的方式方法已不再仅仅是单个人的创造活动了，取而代之的是训练有素的专家小组，每人都有不同的专长，每一个专家的技能仅是创造一个优秀产品过程中必需的一部分，其次，还需要一个领导者去协调这些具有截然不同知识背景的人，保证他们朝一个共同的目标前进。

费歇强调，并不是只有管理层对研发小组内部的协调，使每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位专家充分发挥创造力是最重要的，研究专家与生产、销售环节的协调也十分重要的，否则，开发出的产品不是无法最经济地生产制造，就是缺乏最大的市场潜力，造成研究的成果经不起市场竞争的冲击。

要使研究开发的支出获得最大效能，还有一种协调是必要的，我们可以称之为最高管理层对商业研究基本性质的理解，商业性研究开发，成功之道，在于选择那些能够保证回报收益是投入成本许多倍的项目，有些企业的最高管理层，特别偏爱一些未列在预先研发计划内的临时项目，虽然这类项目偶尔是必要的，但大部分情况下，这样的研究不过意味着“学费”昂贵，因为临时的项目大多是为了达到短期的目标，这样使本来全神贯注搞研究的专家中断手上的工作而转向临时课题。比如，有些企业领导网罗了高精人才，搞一个需费时 5 年的研究工作，但往往到了第 3 年，就对本来的课题失去了兴趣，从而放弃了研究。这种行为，一方面浪费了自己的时间和金钱；另一方面又妨碍了这些人才通过完成项目获得技术声誉。

费歇认为，在投资决策中，还有一个复杂的情况是，怎样评估国防合同的大量开发费用？很多这方面的研究开支不是由公司承担，而是由政府负担，一些国防合同的分包商也为总承包商贡献出杰出的研究工作，投资者是否应该把此种研究与公司自费的开发看作一样呢？如果不，那么怎样评估这种研发和公司自费的研发？

国防合同的利润率比那些非政府性的商业合同要小得多。这种工作的性质就是，在竞争投标的前提下，根据政府的蓝图发展新式武器，政府发起的开发研究，其重要特点是不可能像企业发起的开发研究那样，可以建立稳定的重复续订业务。鉴于这个原因，从投资者的角度看，由政府发起的各种研究项目，对企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经济价值变数很大。以下三种理论上例子，可以看出它对投资者各不相同的价值。

一个项目是生产高精尖的新式武器，不能在非军事领域有所应用。这一武器的所有权完全属于政府，而且，一旦发明以后，生产制造极其简便。在获取制造合同时，原研究开发的公司相对其他竞争者无任何优势。这种研究工作对投资者来说几乎没有什么价值。

另一个项目是生产同样的武器，但是生产制造的技术比较复杂，未参加初始开发工作的公司制造它有相当的困难。这种研究项目对投资者来说具有中等的价值，因为这似乎可保证从政府那里获得可持续的业务，尽管利润不是很高。

还有一种情况是，一个公司开发这种武器，在此过程中获得的新技术和重大发现，可以直接应用到其通常的商业产品中去，并将带来极好的利润。这种研究对投资者就具有重大价值。

一些极其成功的企业，很善于寻找那些复杂并且是高技术的国防工程，这种工作使他们用政府提供的资金，自己获得专有技术，然后合法地转移到自己已有的商业活动中，获得厚利。

最后，在判断一个公司研究机构的投资价值时，还有另外一种活动必须评估进去。这就是市场研究。市场研究可以看作是开发研究与销售之间的桥梁。最高管理层必须注意，不能仅仅花大钱开发研究新产品，完成以后，却发现市场太小，无利可图。市场太小而无利可图，是指一个产品不能达到一定的销售量，不足以或仅仅能收回研究投入，对投资者来说，更无利润可言。一个市场研究机构的工作，就是研究公司开发的、技术上成功的项目，它不仅仅能够收回研究成本，还具有巨大的市场，产出数倍于投入，最终能使股东的投资大大增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 公司有出众的销售组织机构吗?

费歇认为，在这个竞争的年代，即使拥有杰出的产品(劳务)，如果不经过专业化的行销，产品(劳务)不可能自然而然达到其最大的市场潜力。行销是所有商业活动中最基本的活动。没有销售，一个公司不可能生存下去。能否赢得老客户的重复订单，是鉴定行销成功与否的标准。但是，费歇发现，大部分的投资者，即使是那些很细心的投资者，对一个公司的产品、研发、财务等活动的关注，比对公司的销售、广告、分销组织的效率关注要大得多。费歇说，这可能是因为，像公司的产品成本、研究投入、财务比率等数据很容易计算，在竞争对手之间作比较，似乎可以看出谁最有优势。(在对研发的讨论中，费歇已经指出，这些数字本身并没有多少价值，只不过给投资者提供了需进一步搜索的线索。)可是，对销售及分销效率的计算却难乎其难。

“闲话”调查方法，可以帮助投资者了解一个企业的销售效率。在这方面，竞争对手和用户最具权威，投资者在这个问题上花时间调查，总能得到很好的回报。

费歇说，在竞争的时代里，企业的各个方面工作都很重要，相互配合才能获得成功。但是，产品、行销和研发，是企业获得成功所需的三个最根本的基石。美国的IBM公司、DOW化学公司，堪称长期投资的杰出范例，一直给投资者很好的回报。在公众眼中，他们的名字往往就是成功科研的代名词。但是，人们却不知道他们在挑选和训练销售人员、建立销售渠道方面所作的各种杰出工作。IBM公司有专门培养销售人员的企业学校，每个销售人员每年至少有三分之一的时间在企业学校学习培训，掌握新科技知识和新的销售方法。DOW化学公司每年免费邀请愿意加入该公司销售部门的毕业大学生，到马里南(MIDLAND)总部参观、考察，开展多种活动，增进他们对销售工作的认识和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解，对最后留下的人员进行为期一周至六个月的培训，而这仅仅是一个销售人员接受培训的开始，在他们今后的销售生涯中，还有许许多多培训科目在等着他们。

费歇强调，一个极其成功的企业，都知道如何不断地加强销售这只手的力量。如果缺乏强有力的分销渠道，光能开发制造好产品，他们只能提供一次性获得的机会，因为他们极其脆弱，经受不了激烈的竞争。对追求长期稳定增长的投资者来说，企业是否拥有一只强有力的销售之手，是至关重要的。

5. 公司有值得投资的利润率吗?

费歇认为，从投资者的立场看，销售只有而且唯有增加利润时，才是有价值的。如果多年的销售增长没有带来相应的利润增长，该公司就不是良好的投资对象。考察利润的第一步是研究公司的利润率。测定每一元钱的销售能够实现多少运营利润。很快，各公司之间的极大差距就跃然而出。但费歇特别指出，进行这样的研究，必须以连续多年的数据为基础，而不能仅考察一年。

很明显，差不多所有多年来利润较高的公司——其利润总额也较大——他们所在的行业总是相当繁荣。但是，另一方面也很显著，那些利润率很低的微利公司，在景气年头，其利润改善的比例要比成本低，一直有较好利润率的公司反而大得多。低成本运营的公司，在景气年头，利润率也有增加，但幅度没有那么大。所以，在生意极好的年头，同一领域里弱的公司，其赢余增长幅度总是比那些强的公司要大得多。但是，必须清醒地注意，当市场高潮过去以后，他们赢余相应下降的速度也很快。

基于以上理由，费歇相信，极高的长期投资回报，决不可能从投资微利公司中获得。要投资此类公司，只有一个理由，即种种迹象强烈显示，公司内部正在发生重大深刻的变化。利润率的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改进，不是暂时的销售扩大产生的。真正原因是公司内部的经营效率明显改善，或开发出新产品，才会使公司走出微利的行列。如果公司内部正在发生这种变化，其他方面又都符合长期投资的要求时，这便是投资者购买的良机。

通常来说，历史悠久的大公司中，只有那些有较大利润率的公司，才能给投资者带来高额利润，它们的利润率都是本行业的优秀代表。新公司、偶然也有个别老公司，对这一原则有例外的变异，即他们有时会有意识地选择花去他们所赚取利润的全部或绝大部分，用于更多的研究、更多的促销，以达到今后加速成长的目的。在此，必须绝对肯定，他们今天开支在进一步的研究、进一步的促销等活动，确实是为了建立一个更美好的未来。因这类原因而造成的微利或无利，可称之为研究投入型的微利公司。这些也是很好的投资对象。

费歇指出，有些公司减少利润，意在来年有一个较突出的利润增长率，投资者必须特别小心。为了制造今后加速成长的表象，处心积虑降低利润的微利公司，长期投资者最好敬而远之。

6. 公司为维护或提高利润率做了哪些工作?

费歇说，购买股票获得成功，并不取决于你作出购买决定时你所了解的公司的状况，而在于你购买股票以后该公司的未来状况。因此，对投资者来说，该公司未来的利润率比过去的利润率更重要。

在我们所生活的时代，工资和薪酬年复一年地上升，利润率似乎是始终受到威胁的一件事。劳动力成本上升的结果，造成原材料和供应价格的上升。税收，特别是地方税和地产税，也一直在稳定地增加。

面对这个背景，各个公司利润率的走势会有各不相同的结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果。有些公司似乎处在比较幸运的地位，通过提高产品的售价，就可以维护和保持利润率了。这通常是因为，市场对其所在行业的产品需求异常旺盛，或者其竞争对手的提价远高于自己的提价。但是，在现在的经济社会里，通过这种方式保持或改善利润率，通常总是暂时性的。这是因为，另外的竞争性生产能力很快就创造出来了，新增的生产力足以超过新增的市场需求，那么成本的增加就无法转移到售价上去了。随后，利润率开始萎缩。

典型的例子是1956年秋季世界铝市场的突然变化。在几个星期内，铝从短缺演变到恶性竞争销售。在此以前，铝的市场价格大都能随成本的上升而水涨船高。同期，美国各主要的原铜制造商也碰到同样的情况，他们当时对提价相当克制，甚至以低于世界市场的价格销售，以控制铜价上涨过高，但后来，铜价还是上涨到使需求减少，并吸引新的供给大量产生出来。中国90年代初期，浮法玻璃行业也发生过类似的情况。这些事例，完全说明了靠提价转移成本而产生的综合性风险。

费歇说，当一个企业利润率的提高是通过不断提高产品价格得以实现时，对长期投资者来说，这不是一个好的征兆。

相反，有些公司想方设法内部挖潜，不依靠提高产品售价来提高利润率，如工程部门设计制造出新的设备装置来提高效率，改进工艺流程和操作方法降低成本，另外，充分发挥财务管理在节约开支方面的作用，控制运输费用、保险费用等等。但是，所有这一切工作都非一日之功，需要管理层预先深入地研究，详细地规划，一个公司在这方面表现出色，就预示着将来很可能发明专有技术(Know-how)，做出更有创造性的事情来。投资者应当经常关注企业在削减成本、提高利润率方面所做的创造性工作，这样的公司能为他们的股东创造长期高额的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 公司里劳资关系、上下级的人际关系是不是特别和谐?

费歇说，大部分的投资者没有全面认识到良好的劳资关系可能给他们带来的利益，有些投资者甚至对恶劣的劳资关系所带来的影响也认识模糊。

人际关系的好坏，对公司的利益会产生重大影响。冷漠的人际关系可能造成的损失甚至比直接的罢工还要大。当雇员觉得自己被老板厚待时，提高单人劳动生产效率就有了良好的基础。此外，培训新进员工也耗资可观，那些人员流动大的公司，需要花很多钱培训新进员工，而管理良好的公司则可避免这种不必要的开支。

恰当地判断一个公司人际关系、劳资关系的情况，不是一个简单的问题，没有一个现成的标准能够适合所有特例。投资者只有通过对各种事实的把握，综合研究判断，才能得出结论。

费歇指出，在工会组织广为流行的今天，如果一个公司没有工会组织或是由公司组织起来的工会组织，多半是因为具有较好的人际关系。否则，工人们早就自发组织起来了，像美国的摩托罗拉、德州仪器公司，都把处理好与工人之间的关系作为非常重要的工作来处理。

话又说回来，有工会决不代表紧张的劳资关系，许多劳资关系良好的公司，有强有力的工会组织。但两者能够互相尊重，互相信任，和睦相处。同样的道理，过去经常持续的罢工记录，表明劳资关系严重对立，而完全没有罢工并不一定意味着关系良好。有时，未发生过罢工的公司，就好比一个“妻管严”的丈夫。没有对抗不是关系和睦，而是害怕接二连三地发生冲突。

费歇要投资者从人员变动、招工候选名单的长短，对在同一所在地的公司进行对比分析。通常人员变动小，有许多人等待加入公司，表示劳资关系好，反之，则劳资关系坏。另外，投资者还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以考察公司是怎样处理纠纷、积怨的，一个内部关系良好的公司，通常是积极地从速解决纠纷、积怨。因为哪怕很小的个人纠纷、怨气，如果拖延时日解决，就可能造成严重的后果。投资者还可以注意工资规模，在同一所在地的公司，能够获得较高利润，同时又发放较高工资的公司，人际关系较好。

最后，投资者还必须敏锐地观察最高管理层如何奖励和辞退雇员。有些雇主仅仅根据公司销售或利润的轻微变动，就随意地雇佣或解聘雇员，而从未使普通雇员觉得自己很重要，是业务发展必不可少的一部分。管理层抱有这种态度的公司，是不值得投资的。

8. 公司主管领导层之间的关系是不是非常默契?

费歇说，上层与下层之间关系良好是重要的，领导层之间能否创造和谐的氛围更具有决定性的意义。因为他们身居要位，工作压力、紧张程度较大，互相之间如报有成见，摩擦不断，就会造成领导人员或不能在公司里发挥其聪明才智，或者不能全部施展本人的实际能力，而正是这些人的判断、智慧和合作决定了公司的前途。

为投资者提供良好投资机会的公司，是那些领导层之间关系“风和日丽”的公司，主管人员对总裁或董事会主席充满信心，无论公司的底层人员还是中上层主管，大家一致认为，职位升迁唯才是举，而非靠搞关系、小团体主义，即使是总裁、主席们的眷属，升迁也完全取决于他们的能力。

公司的薪资水平，至少应当与同业保持一致，并且能够考虑到地域差别。总裁们经常检查员工的薪资水平，主动调整那些能力出众员工的薪水，而不是等到他们要求加薪时才予以解决，职位的补充只有在确定本部门的确无人能胜任时，才从别处引进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人才。

费歇忠告领导者应当认识到，只要有人类在一起，一定程度上的宗派与摩擦就不可避免。公司首脑的任务是把这种小团体的影响减至最低限度，不能听之任之，危及到团队的相互协作。费歇向投资者建议:“公司越是偏离这些标准，就越不值得投资。”

9. 公司有没有责任明确的管理层次?

费歇认为，一个能人说了算的管理方式，的确能把一个小公司办得有声有色。如果其他方面都不错，投资这样的小公司，在一定年份里，收益也很可观。但是，费歇强调，人类的生命是有限的，小公司的投资者尤其要关注，当公司的关键人物不在人世时，公司靠什么去避免灾难的发生。今天，投资优秀小公司的风险似乎不那么可怕了，因为近期企业发展的趋势表明，那些能够集思广益的大公司，会想方设法把那些表现出色的小公司收购兼并。

无论如何，一个公司值得投资是因为它能够持续成长。因此，迟早一个公司会达到一定的规模，依靠一人管理再也不能驾驭未来，非要进化到建立各尽其能、各司其职的分工管理，形成一定的管理层次不可。当然，在这个问题上，各个公司表现差别较大，关键看该公司所处的行业及个人说了算的那个能人的管理技能。一般而言，当一个企业的销售收入达到 1500 万美元至 4000 万美元时，一个人就无法实施有效的管理了。

如果从上到下，各个层次的主管没有被赋予实权去执行分配给他们的职责，就不能做到人尽其能，各级主管们的天才素质也得不到锻炼和发展。就像自小关在笼子里的动物丧失了本能，因为它根本就没有机会去发展其能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一个公司的最高人物常常干涉或试图操纵本已有规可循的日常事务，就不是很值得投资的对象。他们破坏自己制定的权责分工体系，其结果是丧失投资者看重的良好品质，自断筹资的后路。不管这个老板是多么能干，当企业达到一定规模时，管理就从两个方面陷入麻烦。其一，需他们处理的具体事务越来越多，最终将不堪其繁。其二，有能力的人预先未得到锻炼，无法适应成长的要求。

此外，费歇指出，投资者还须留意另一层次的管理深度，最高管理层是不是欢迎并看重下面提的意见和建议，甚至是对现行管理方面的各种批评。在这个竞争世界里，改革和发展至关重要，如果最高人物骄傲自满或不容“异端”，不能从善如流，则会失去许多价比金玉的新点子。听不进逆耳忠言的公司，对投资者来说是不合时宜的。

10. 公司的财务管理和成本分析是否有效?

如果一个公司不能详细而准确地解析其经营活动每一个环节的运营成本，找出降低经营总成本的办法，该公司就不可能保持长期的持续增长。

只有分析了每一环节的成长以后，管理者才能抓住需解决的主要矛盾，也只有这样，管理者才能判断解决问题的方案是否切中要害。很多成功的企业，不仅仅经营单一产品，而是都拥有广泛的产品系列。如果管理者不能准确地掌握每一个产品的成本，此产品与彼产品之间的相关成本，就无法制定出既能获得最大整体效益，又可防止过度竞争的价格政策。同时，也无从知道，哪些产品需花大力气进行促销和推广。另外，还有更可怕的情况，那些表面上很成功的经营活动，很可能实际上是亏本的，正蚕食着公司的整体利润。如果经营者对此一无所知的话，怎么能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作出科学的计划安排呢?

虽然一个公司财务管理方面的情况对投资者来说是十分重要的,但费歇说,投资者往往很难得到他想投资的企业财务情况的完整资料。虽然“闲话”方法有时可以证明某个公司在财务方面确有缺陷,但也仅此而已。直接通过公司内部,或许可打听些真实的数据,但还远远不够充分,并且无法辨别其重要的程度。

因此,在这个问题上,谨慎的投资者所能做的,也只能回到对公司的总体判断上来。如果公司在经营业务的其他方面都表现出优秀的素质,最高管理层又深知财务管理和成本分析的重要性,想必在这一项上也会胜人一筹的。

11. 公司在经营管理中,是否还有其他环节表现出色,尤其在同行业中,可以体现出竞争优势?

在这个问题上,各个公司差别很大。因为,在同一点上,对一个公司事关重大,但对另一个公司却可能无关紧要。费歇举例说,在零售行业,一个公司运营其房地产方面的能力十分重要,例如商场落成后的招租。而在其他行业,在这方面的能力就不必过高要求。因为美国实行产品责任保险法,厂商的产品都有保险方面的开支。在那些保险支出占很大份额的行业,有时能够发现,有些公司的保险成本比其竞争对手低得多,这往往表明他们会有更高的利润率。

费歇认为,如果说一个公司的招租成本低、保险费用小,那么这不仅仅表明他们在这方面运营水平高超,在很大程度上更反映了该公司在人员管理、库存管理及固定资产管理等方面的总体能力,能够最大程度上减少发生事故、坏损和浪费,使经营成本尽可能地降低。

很好的专利能使公司以最简单的方法或最便宜的成本生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某种产品，这意味着对手要达到这一点可能还要走很长一段弯路。因此，专利持有人总是具有相当强的竞争优势。

费歇认为，对一个大公司来说，专利通常能够保护其一个分支的业务，阻止竞争。该产品可以获得更高的利润，进而提高公司整体收益水平。然而在这个技术广为传播的时代，大公司能够享有专利保护的，不过是其中一小部分业务。同时，要达到同一结果，有很多种不同的方法，专利的方法仅是其中的一种或几种。正因如此，许多大公司并不追求塑造专利壁垒来阻止竞争。生产工艺中的诀窍、高效的销售与服务组织机构、顾客的忠诚度，以及对顾客需求的了解程度，对一个公司竞争地位的重要性比专利保护还要强。专利不可能无限期地起作用，当专利保护到期以后，公司的赢利可能会大大萎缩。所以，大公司通常的做法是将专利转成许可经营的方式，以收取许可证费用获得收益。费歇忠告投资者："当公司仅靠专利保护维持他们利润率的时候，恰是公司的缺陷，而非优势。"

对一个年轻的小公司，它刚刚开发出产品，试建销售及服务渠道，并且试图初步建立在顾客中的信任度，专利对它的意义就非同一般。如果没有专利保护，小公司开发出的富有市场魅力的产品，可能会被已建立起竞争优势的大企业仿制，然后利用自己成熟的销售网络、品牌形象竞销，最终把小公司逐出市场。

在投资年轻的小公司时，一定要细查他的产品是否有专利保护，是什么类型的专利。仅在一个外观设计上的专利是一回事，略作改进，也被视作侵权的专利保护又是另一回事。此外，投资者还要保持清醒，公司的产品一定要能不断地升级换代，这比专利保护还要重要。

费歇强调，不断的工程研究开发、产品升级换代成为行业的先导，才是最基本的保护伞，而不能靠专利保护。因此，投资者一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定要谨慎，不能太看重专利保护价值，不能以是否拥有专利去评估是否值得投资。

12. 公司是否有短期或长期的利润目标?

有些公司急功近利，寄望于短期榨取高额利润，而有些公司则尽量削减短期利润目标，力图建立良好的合作关系，在较长时间里获得最大的整体利润。

通过公司对待客户和供应商的态度考察比较，可以鉴别该公司是属于哪一种类型。

一个公司可能会尽可能压低供应商的价格，另一个可能有时候会付出高于合同规定的价格，因为供应商支付了未曾料到的运输费用等。他们相信，有一个可靠的供应渠道，能够保证他们在市场急需原材料和零配件时得到充足的供应。

对待顾客的态度也应得到同等的重视，那些能够不厌其繁、肯花钱关心老客户遇到的各种意外问题的公司，可能在某个具体的合同中并未获得多大利润 但若干年内，他们能够获得最大的利润。

投资者要想得到最大的投资效益，应当选择有长期利润规划的公司。“闲话”方法可以帮助投资者鉴别谁有长期规划，谁急功近利。

13. 在可预见的将来，公司的发展将采取增加股权方式融资，并因此大大稀释现有股东所能够分享的成长收益吗?

费歇认为，能够全部或几乎全部符合其他 14 点要素的公司为数很少。一个符合其他 14 个要素的公司，可以轻而易举地借到钱。从其现行的负债比率，直至达到通常可以接受的负债上限。这样的公司如果达到了其负债上限后还需要资金，而该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在销售增长、利润率、管理、科研等方面已达到或几乎达到其事业的顶峰了，那么他们会考虑股权融资，而投资者通常对此类冒险踊跃参与。

如果投资者只限于投资那些杰出的企业类型，那么，一个公司运用其储备现金加上举债能力，是不是能满足今后几年里开发、成长的需要呢?

费歇对此的回答是，如果一个企业能够做到这一点，并且又愿意审慎提高其负债率，直至上限，股票的投资者就用不着对其长远的未来有所担忧。

如果公司的借贷能力还不能满足需求，股权融资(增资配股)就是必要的。在这种情况下，怎样决定该公司的投资潜力呢?费歇提出，必须仔细计算大量新增的股票可能带来的利润增长，老股东能够享受新增利润的份额，新增股票对老股东权益稀释了多少。如果公司采取的是高级的可转换债券融资，也要像新发股票一样，计算其稀释效果。

如果购买股票后，公司进行了增资扩股，同时增资扩股并未给公司盈余带来显著增加，说明公司的经营管理层运营资产能力很差，不值得投资其普通股。除此之外，如果企业在其他 14 点上有很大部分符合要求，一切显示良好，投资者不必因企业有股权融资要求而变得犹豫不决。反之亦是，追求长期投资丰厚回报的投资者，也不能仅因一个公司财务状况良好，有充裕的现金储备，在其他 14 点上并不符合要求而贸然购买其普通股。

14. 公司的管理层是不是在经营状况良好时，对股东侃侃而谈，而当公司陷入麻烦或发生意外时，却对股东三缄其口?

费歇说，一个即使是管理良好、十分成功的企业，有时也可能会遇到意外的困难。诸如产品的市场需求动荡变化、利润萎缩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等情况。如果企业能够面对现实，勇于决断，这些意外损失不过是最终成功的成本而已。从这个意义上说，这应看作是公司的强项而不是弱点。

经营管理者对发生了意外的利润下降如何反应，是投资者应当掌握的很有价值的线索。当经营状况变坏时，有的经营管理者不如实报告股东，而是以各种借口保持沉默，这表明，他们或可能还未找到摆脱困境的办法，或可能变得惊惶失措了，或者对股东缺少足够的责任心，觉得没必要向股东汇报。费歇强调，不管是属于哪一种情况，投资者都最好卖掉那些试图隐瞒或压制坏消息的公司股票。

15. 公司的经营管理者公正无私吗?

公司的经营管理者直接经营、支配公司的资产，在不违反任何法律的前提下，这些人可以通过各种各样的方法和途径，慷股民之慨，中饱私囊。例如，可以随意提高自己或亲友的薪水，通过他的亲友开设的中间商行采购材料，分得佣金等。

对投资者来说，损失最大的恐怕是经营者滥发普通股期权，他们通过这一合法的途径，对“有能力”的经营者(实际就是他们自己)签发股票期权(西方企业对企业管理人员的一种激励制度，完成一定的考核指标后，管理者可以无偿获得一定数量的公司股票)，其数量会大大超过局外人公正的评价。

费歇指出，对这种情况，投资者可以通过“闲话”方法，掌握经营管理人员的诚信、公正状况。只投资那些管理层对股东抱有高度责任感、深知自己受托义务的公司，即使一个公司在其他14个方面表现都不错，仅在这一点上严重偏离，即公司的经营管理者对股东严重失信，就决不应该考虑投资该公司的股票。

(胡云超　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特

来自格雷罕姆—陶德村的成功者

现代投资理论有两大主流派别，一是缘自格雷罕姆—陶德《证券分析》一书形成的价值投资理论，投资的中心概念是寻求“安全边际”(Margin of Safety);二是有效市场理论，芝加哥大学的尤金·珐玛教授《股票市场的随机漫步》论文，把有效市场理论导入到投资领域，产生了重大影响，有效市场理论与价值投资理论的立足点相反，认为市场价格迅速而完全的反映了一切公开的信息，不存在价值被低估的股票，因此，长期战胜市场仅仅是幸运之事，而非必然。

有效市场理论目前在学院里占上风，包括威廉·夏普、默顿·米勒等获得诺贝尔经济学奖的大学者都赞成有效市场理论，他们认为，像沃伦·巴菲特、彼德·林奇这些人，成绩确实出色，但样本太少，不足以立论，他们属于正态分布之外的特例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在华尔街投资界，价值投资却有极大影响，其突出代表莫过沃伦·巴菲特、彼德·林奇，他们都是格雷罕姆价值投资方法的实践者，面对来自大学者们的诘难，价值投资大师们以自己的实际行动和价值投资者取得的辉煌业绩，来回答有效市场理论家的质疑。1984年，沃伦·巴菲特在哥伦比亚大学举办的格雷罕姆一陶德著作《证券分析》一书出版50周年纪念会上，发表了"来自格雷罕姆—陶德村的成功者"演讲，用事实数据反驳了有效市场理论认为价值投资理论过时了的论调。

巴菲特开门见山问，格雷罕姆—陶德提出的"寻求价值与价格存在显著的'安全边际'"的证券分析方法过时了吗?今天，许多写教科书的教授们说:是。他们强调，证券市场是有效的，即股票的价格反映了该公司的前景和经济状况的一切公开可知信息，理论家们说，有大批精明的证券分析人士，根据能够得到的一切信息给股票定价，因此不存在价值被低估的股票，那些年年战胜市场(指收益率大于整个市场指数的增长)的投资者不过是幸运罢了。一些教科书作者写道:"如果股价完全反映可以得到的信息，这种投资方法就应该摈弃。"

巴菲特回答说，也许是那样吧，但我想给你看一批投资者，他们年复一年地打败了标准普尔指数、道琼斯指数，即使他们纯属幸运，其中的逻辑也是值得探究的。这些赢家都是巴菲特的老熟人，最短的相识年头也有15个春秋了，他们都被看作超级投资者。巴菲特说，如果我是今天早上才从数以千计的优秀记录中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挑选几个名字出来，我会马上忠告你到此为止，不用再读下去了。巴菲特提出的是他自己熟知的平平常常的人物，他们的成绩记录都是经过审计的。

巴菲特说，在开始这项研究之前，我想请大家想象一场全国的掷币竞赛。让我们假设全国有 2.25 亿人，我们请他们明天开始掷 1 美元硬币。他们在太阳初升的早晨起来，一边掷币，一边大叫正反面，如果结果与他们叫喊选择的一样，他们就从错误的一方赢得 1 美元。每天，错误的人退出，赢的人站成一排，经过 10 个早晨的 10 次掷币后，全国大概产生 22,000 个 10 次都叫得正确的人，他们每人赢得大约 1,000 美元多一点。

好，现在这批人很可能变得飘飘然，自吹自擂起来了。人性就是如此，他们也会试图谦虚一些，但是，在鸡尾酒会上，他们总会不失时机地向迷人的异性承认他们在掷币中的技巧，乃至神奇的预知。

假定赢家从输家那里赢钱，则在另外的 10 天后，约有 215 个人，他们 20 次的选择都是正确的。通过这个活动，他们每人把 1 美元变成了 100 万美元，这时候，这批人肯定会失去清醒的头脑，他们大概会去著书立说，诸如“我是怎样在 20 天里的每个早晨工作 30 秒，把 1 美元变成 100 万的”。更有甚者，他们很可能奔走全国各地，参加各种研讨会，宣传有效的掷币理论，对心存疑惑的教授，他们会说:“如果我们说的原则不起作用，怎么会有我们这 215 个人脱颖而出?”

这时，一些商业学院的教授们可能会拍案而起了，指出如果 2.25 亿只猩猩进行这种同样的操作，其结果将是一样的——215 只自高自大的猩猩有 20 次选择正确。

但是，巴菲特强调说，在这个例子中，下文他向大家展示的范例与这个例子却有重要着的差异，对待这个例子，巴菲特说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)如果你用2.25亿只猩猩替换2.25亿的美国人，结果确实如此；(2)如果215个赢家20天后离去，重复一次，结果也是一样；(3)但是，如果你发现赢得比赛的猩猩中有40个都来自同一个动物园，你肯定会相信其中大有学问，你觉得自己发现了某种线索，你可能会去问那个动物园管理人，他们都给猩猩喂养些什么？经过哪些特殊的训练？他们都读过什么书？等等，就是说，如果你发现成功的分布不寻常地集中，你或许会想进一步查看一下在这表面上似乎出于偶然的背后，是否存在某些必然的因素。

科学研究自然要遵循这种模式。比如，你正着力分析一种罕见癌症的发病原因，假设全国每年发生 1000 例，你却发现其中 400 人是在某一个小城镇上，这时，你肯定会对该地的水源、发病人的职业或者还有其他因素产生极大兴趣，你知道 400 人都出在一个小地方，绝不是随机性能够解释的，你不必确知是哪些偶然因素产生这种疾病，但知道该从何处着手研究了。

巴菲特说，我在此是让大家明白，存在寻找某种现象根源的方法和途径，而不是仅指地理分布现象。除了地理性的源头外，还有一种被巴菲特称之为“智力的源头”(Intellectual Origin)的现象。巴菲特说，在投资界，可以发现，那些杰出的“掷币”赢家们有一个不均衡的分布特征，他们其中很多都来自一个小小的“智力村”，这就是格雷罕姆一陶德村，大赢家们集中出自这一特殊的智力村，是不能简单地以偶然两字来解释的。

巴菲特说，这批成功的投资者有一个共同的智力教父——本·格雷罕姆(Ben Graham)，但是，离开这一教父后的孩子们的“掷币”方法却各不相同，他们去了各种不同的地方，买进卖出众多不同的股票、公司。然而，他们都有不俗的复合年投资记录，绝不能简单地以随机性的偶然因素加以解释。他们也绝不是仅仅模仿某一领头人物的操作而“掷币”的。教父仅仅建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一套智力理论用于如何做“掷币”决定，而每一个学生都是以自己的方式去应用这一理论。

来自格雷罕姆—陶德村的投资者们拥有一个共同的智力主题：在市场上寻找价格与价值存在偏差的公司。实质上，他们利用这种偏差，但不像有效市场那样，非常关心购股时间的选择。他们购买一个公司而不管是在周一或是周五，其间不存在差别。巴菲特对那些学院派花费大量的时间和精力去找其间不存在的差别深感困惑。

巴菲特说，毋庸多言，格雷罕姆—陶德类型的投资者不去讨论贝塔值，不去讨论资本资产定价模型(CAPM)，以及股票的回报协方差等。对他们来说，这些东西味同嚼蜡。实际上，他们当中的大部分人根本不知道这些名词的真正含义。他们不过把全部精力集中于两个简单的变量：价值和价格。

巴菲特说，我发现许许多多的研究都是基于价格走势及成交量方面的。但是，你能想象，仅仅因为股票上周或再上周上涨了，该公司就值得买入吗？在这个计算机时代，基于价格和交易量上的大量研究理由是，你似乎可以得到无穷尽的有关数据。巴菲特认为，这种研究毫无必要，因为它根本就没有使用价值。只不过是有那些数据存在，而我们的学者们通过刻苦努力掌握了高超的计算技能，用它以试身手而已，因为一旦获得了这项技能，不去用用它们，似乎是一种罪过。他们不去过问其结果是否有用甚至有否副作用，正像一位朋友所说，对一个手拿锤子的人来说，周围的一切看上去都像钉子。

巴菲特说，我们区分出的这批有共同智力渊源的投资者是值得研究的。所有的学院人士都在研究股票表现方面各种变量的影响，诸如价格、交易量、周期、资本规模等。但对源于价值投资理念而形成的赢家特别集中这一现象，对他们采取的方法进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行研究，却毫无兴趣。

巴菲特说，我对这种结果的研究，一直追溯到1954～1956年，一起在格雷罕姆—钮曼公司工作的老伙计。当时只有四位，不是巴菲特从众多人当中选择出来的。听完本·格雷罕姆的课后，巴菲特向本·格雷罕姆提出给他的公司免费打工。但格雷罕姆认为巴菲特对自己估计过高而回绝了他。但经过了很多的纠缠后，本·格雷罕姆终于雇佣了巴菲特。算巴菲特在内，总共只有四个人，当时他们的投资水平还处于"小农"的初级阶段，这四个人都在1955到1957年间，随钮曼公司的解体而离去。因此，能够追踪他们的业绩记录。

第一个例子是关于瓦特·西罗斯(Walter. J. Schloss)。瓦特从未上过大学，但是在纽约金融学院的夜校里听过本·格雷罕姆的课程，瓦特1955年离开格雷罕姆—钮曼公司。28年间，其投资业绩如表一，1972年，《SUPERMONEY》杂志评论他说："他没有渠道和途径去获得有用的信息。实际上，华尔街上几乎无人认识他，他也未被灌输过其他思想，他在投资手册中查找数字，向公司索取年度报告……严格地依照'安全边际'的原则。"

表一：Walter J. Schloss(1956—1994, 28—1/2年)

名　　称	标准普尔指数	WJS合伙人企业	WJS有限合伙公司
总　增　长	887.2%	23,104.7%	6,678.8%
复合年增长	8.4%	21.3%	16.1%

瓦特的投资相当分散，通常拥有的股票要超过100个。他知道如何确证一个股票是否大大低于内在价值在出售，这就是他工作的全部内容；他不关心今天是星期几，是几月份，今年是否选举年等等，他就知道如果一个公司实值1美元，而用40美分就可以买到，他就坚决买进。因为他相信，这样的交易，好事终将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生。巴菲特承认，瓦特比他拥有更多的股票，而且对一个企业的特质也不感兴趣，自己的成功对瓦特没有什么影响，这正是瓦特的长处，没有人可以影响他。

第二个例子是汤姆·可那普(Tom Knapp)。他与巴菲特一起在格雷罕姆—钮曼公司共事。汤姆二战前是位化学家，任职于普林斯顿大学化学系，战事结束后，汤姆成了海滩边的游民了。有一天，他看到陶德教授在哥伦比亚大学开设夜课讲授投资理论的消息，他怀着将信将疑的态度去参加听课。听课以后，他被陶德所讲内容深深迷住了，他决定到哥伦比亚商学院求学。在那里，他获得了 MBA 学位。在校期间，他又上了陶德的课程，后又上了格雷罕姆的课程。巧合的是，当 35 年后，巴菲特打电话给汤姆，向他证实研究中涉及的某些数据和事实时，他发现汤姆又在海边沙滩上，不同的是，这次他拥有这个海边沙滩了。1968 年，汤姆与安德森(也是格雷罕姆的信徒)，加上另外两个志趣相同的人，一起成立 Tweedy Browne 合伙企业。他们的业绩记录见表二，该公司的业绩是通过大量的分散投资获得的。他们偶尔买下整个公司，但不管是买下整个公司还是只买下其中一部分股份，其收益是一样的出色。

表二: Tweedy Browne Inc.(1968—1983, 15—3/4 年)

名　称	道琼斯指数	标准普尔指数	合伙人企业	有限合伙公司
总　增　长	191.8%	238.5%	1,661.2%	936.4%
复合年增长	—	7.0%	20.0%	16.0%

下面一个表，是巴菲特本人的。巴菲特于 1957 年成立了合伙企业，直至 1969 年退出市场解散，巴菲特认为 1969 年退出市场是最英明之举。此后是伯克夏公司代替了以前的合伙企业。巴菲特说，他无法给一个单独的表说明伯克夏的业绩。但可以说，不管从那方面计算，数字都是令人满意的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表三: Buffet Partnership(1957—1969, 12年)

名　　称	道琼斯指数	BP合伙企业	BP有限合伙公司
总　增　长	152.6%	2,794.9%	1,502.7%
复合年增长	7.4%	29.5%	23.8%

表四是 Sequoia 基金的业绩记录，该基金管理人比尔·阮尼(Bill Ruane)是巴菲特 1951 年在格雷罕姆的课堂上遇到的。比尔从哈佛大学商学院毕业后，进入了华尔街工作。之后，他意识到自己需要真正在商业课程上学习，因此他来到哥伦比亚大学听格雷罕姆的课程。巴菲特与比尔相识在 1951 年初。比尔 1951—1970 年管理规模相当小的资金，但业绩记录却大大高于平均水平。当巴菲特解散自己的合伙人企业时，他问比尔是否能够成立一个基金，管理其合伙人的资金。比尔因此成立了 Sequoia 基金。巴菲特承认，Sequoia 基金成立于最可怕的时期，正是他自己退出市场的时候，但比尔克服了很多的困难。那些合伙人不仅一直跟随着比尔，而且都增加了投资。当然，回报也是可观的。比尔是巴菲特向他的合伙人们推荐的唯一一个人选。当时巴菲特说，只要比尔每年的回报能够超出标准普尔指数 4 个点，那就是极优秀的操作。实际上，比尔管理的 Sequoia 基金业绩比这要好得多。

表四: Sequoia Fund Inc(1970—1984, 14 年)

名　　称	标准普尔指数	Sequoia基金
总　增　长	270.9%	775.3%
复合年增长	10.0%	18.2%

表五是巴菲特的朋友查理·芒格(Charles Munger)的。查理·芒格毕业于哈佛商学院，自己拥有一个律师事务所。大约在 1960 年，巴菲特碰巧与他相识时，告诉他，法律作为一个业余爱好是很好的，但他还可以在其他方面干得更好。查理于是成立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一个合伙企业，他的做法与瓦特相反，投资相当集中。他的业绩变化较大，但他也是采取价值折扣的选股方法。他愿意接受业绩大起大落的情况，具有极好的心理素质，正是那种能够集中投资的人。他自己管理合伙企业的投资方式与巴菲特不同，也与上面提到的其他人不一样。

表五: Charles Munger(1962—1975, 14 年)

名　　称	道琼斯指数	合伙人企业	有限合伙公司
总　增　长	96.89%	1,156.7%	500.1%
复合年增长	5.0%	19.8%	13.7%

表六是查理·芒格的朋友里克·奎因(Rick Guerin)的。正像巴菲特找到了芒格，查理找到了里克，他与查理一样，没有商业学院的教育背景。他就读于 USC 的数学专业，毕业后进入 IBM 公司担任推销员。从 1965—1983 年，标准普尔指数总上涨 316%，而里克的成绩记录是 22,200%。

表六: Pacific Partners, Ltd. (1965—1983, 18 年)

名　　称	标准普尔指数	合伙人企业	有限合伙公司
总　增　长	316.4%	22,200%	5,530.2%
复合年增长	7.8%	32.9%	23.6%

巴菲特补充说，有一个奇异的现象存在，即巴菲特发现以 40 美分的价格买到实值 1 美元的投资理念，要么一下子就被人理解接受，要么它就根本不起作用。如果它不是一下子就抓住一个人，即使对他进行多年的宣讲，拿出业绩给他看，似乎也无济于事。他们好像不能领会这个理念，像里克·奎因这个人，他没有正式的商业教育背景，但他立即就理解了价值投资思想，5 分钟后就可以去运用这一方法了。巴菲特说，至今为止，他还没有见到过一个人经过漫长的 10 年时间潜移默化，逐步转向价值投资理念的。这个问题似乎与个人的智商或校园教育训练无关。它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一种顿悟，或者可以说它什么也不是。

表七是斯丹·波米尔特(Stan·Perlmeter)的记录，斯丹是一个文学艺术家。在密执安大学获得学位，后与人合伙开了个广告公司，他碰巧与巴菲特在奥玛哈的同一幢大楼里办公。1965年，他计算了一下，觉得巴菲特干的行当比他自己干的要好，于是就离开了广告公司。又一个例子，斯丹花了5分钟就理解了价值投资原则，加入了价值投资者的行列。

表七: Perlmeter Investments(1965—1983, 18年)

名　称	道琼斯指数	PL合伙人企业	PL有限合伙公司
总　增　长	38.9%	4,277.2%	2,309.5%
复合年增长	7%	23.0%	19.0%

波米尔特不拥有瓦特拥有的股票，他也不拥有比尔·瑞因拥有的股票。大家的业绩都是各自创造的。但是，每一次波米尔特买入一只股票，都是因为得到的比支付出去的更多，这就是他始终思考的仅有的一件事。他不过问每季度的盈利预测，下年度的盈利预测，也不关心任何研究机构出的报告。对价格走势、交易量等其他一些东西，更无兴趣。他仅简单地问:这家公司值多少钱?

这些人都是来自格雷罕姆—陶德村的“掷币”者，他们都不是彩票得奖的那种赢家——纯属偶然和幸运。巴菲特说，他是根据他们投资决策、选股的方式方法挑选了这批人，而不是现在才从华尔街优秀选手中挑选出来的。巴菲特知道他们都受到怎样的教育，此外，对他们个人的智力、性格、脾气也都有一定的了解。

巴菲特还特别指出，有一点很重要，就是这批人投资所承担的风险远比平均值低。他们在整个市场下跌年份的业绩记录可以清晰地体现出来。尽管这批投资者在风格上各不相同，但有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个认识共同点，那就是投资永远是买企业，而不是买股票。他们中的少数人有时会买下整个公司，但大多数只买其中的一小部分股份。但不管买全部还是买部分，他们的态度是一样的。他们中有些人拥有几十只股票，有些投资的公司数不超过一只手，但他们都在寻找市场价格与内在价值存在巨大差异的公司。

巴菲特说，我相信，市场存在明显的无效性。这些来自格雷罕姆—陶德村的投资者已经成功地发掘出许许多多价格与价值背离的股票，当股票价格受到华尔街上最激动的人、最贪婪的人、最悲观的人的行动影响时，很难说股票定价都是理性的。巴菲特说，事实上，市场价格经常是不依照条理的：

巴菲特在演讲的最后，专门谈了风险与回报的问题。他说，有时风险与回报是相伴生的。比如，如果有人对你说："我这支枪可装 6 发子弹，现在只装了 1 发子弹。你可以过来转动一下弹匣，对着脑袋扣一次扳机。如果你活着，可以赢得 100 万美元。"你也许会迟疑不决，可能会说 100 万美元还不够。这时那人把价钱加到 500 万，但要你扣动扳机二次。这就是风险与回报的必然联系。

但是，对价值投资者来说，这种关系却恰好相反。如果 6 角钱可以买到价值 1 元的资产，4 角钱也可以买到价值 1 元的资产，显然后者的收益大。就承担风险来说，明显是前者高。对价值投资策略来说，回报越高，风险越小。

巴菲特在此列举了自己购入《华盛顿邮报》的例子。1973 年，《华盛顿邮报》市场价值 8,000 万美元。但那时，该公司拥有《邮报》、《新闻周刊》两份报纸，在其他地区有几个电视台。这些资产标价 4 亿也可以随时被抢购掉。这些资产现今已增值到 20 亿美元(1983 年)。所以，即使当时以 4 亿买入，也绝不是头脑发昏。现在请看，如果《邮报》的市价进一步下跌，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8,000万跌到4,000万美元。那么，它的市场贝塔值比以前更大。人们通常用贝塔值来测量风险。就是说，《邮报》的价格便宜了，风险却加大了。这真让人"丈二和尚摸不着头脑"。巴菲特说，我实在无法计算出为什么一个实值4亿，而你用4,000万买进，却比8,000万买进风险更高。

巴菲特说，投资者必须具备一定的知识，使自己有能力对一个企业的内在价值进行粗略的估算。但我们不能以接近估算的价格购股，应当留有一定的余地。这就是格雷罕姆提出的"安全边际"的意义。比如说，一个企业值100元，不能以98元的价格买进它，还需要更大的折扣。这就像造一座桥，设计承载3万磅，如果重量1万磅的车辆通过，就很安全。价值投资的原则也是如此。

巴菲特说，价值投资自格雷罕姆—陶德的《证券分析》出版，已问世很多年了。但像自己亲身实践那样地应用它，却并未形成持续的潮流。巴菲特认为，主要因为有些人性的特点是把简单的事情复杂化，而价值投资法就那么简单。如果在大学里授课的话，几十年来都会是老样子。但是，市场也是一样，会一如既往地存在价值与价格背离的股票。研究格雷罕姆—陶德的投资者，也一定能继续为自己创造财富。

(胡云超　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·坦普雷顿

每件事都有它的季节

坦普雷顿(John Templeton)，生于1912年，美国田那西的一个名叫温切斯特的小镇，他在耶鲁和牛津大学完成了学业，现已移居巴哈马首都拿骚。

1937年，当美国正处于经济大萧条之时，坦普雷顿开始在华尔街求职。三年后，它成立了自己的资金管理公司。1954年，他创立了坦普雷顿成长基金。后来该基金和坦普雷顿全球基金均以其非凡的成就成为坦普雷顿金融生涯中最辉煌的篇章。1987年，英国女王伊莉莎白二世授予坦普雷顿爵士称号。1992年，坦普雷顿基金被弗兰克林集团重金买下。

从低价股发家

1939年，欧洲战争爆发后的一天，一位名叫约翰·坦普雷顿的年轻人给梵尼 & 碧尼公司的经纪人打电话，下达了一条任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何股票经纪人都不愿收到的古怪烦人的指令。

“我要你给我在两个证券交易所买进每股不到 1 美元的股票，每种买 100 美元。”

若不是两年前坦普雷顿曾和这位经纪人共事过，这个指令可能就会被拒绝执行，因为这个指令不仅执行起来繁琐得让人头痛，而且佣金微乎其微。

过了一会儿，他报告说他已为坦普雷顿在每家交易所买了那些还未完全破产的公司的股票，每种大约都投入了 100 美元。

“不，不，”坦普雷顿说，“我要所有的。每个都要，不管是不是破产。”这位经纪人不情愿地再回去工作，最终完成了交易。当交易结束，坦普雷顿已拥有 104 家垃圾公司的股票，其中 34 家破产，每份大约 100 美元。在抛出前，每种股票平均持有了 4 年。结局根本不可笑：他总共从这批股票中赚了 4 万美元——4 倍于他的成本。

某些个股在 4 年中的变化是令人吃惊的。比如，他以 1 美元的价格买入标准燃气公司面值 7 美元的优先股，然后以 40 美元的价格卖出。他以 12 美分的价格买了 800 股密苏里太平洋公司——破产中的优先股，然后以 15 美元的价格卖掉(这家公司的股价最终超过 100 美元；要是坦普雷顿在这个价位卖出，他的 800 股就不是变成 4 千美元而是 8 万美元)。

这笔交易的一个特殊方面就是坦普雷顿只有 1 万美元的现金。他必须确定股票便宜透顶，而且这些不到 1 美元的无人问津的垃圾股应的的确确是“便宜货”。当二战在欧洲拉开序幕，坦普雷顿推断，如果这场战争对美国有什么影响的话，就是它会带动美国经济走出低谷，所有的股票都会上涨。所以他到老板那儿借来了 1 万美元，开始了这项交易。

坦普雷顿那时很穷。他来自田纳西州的温彻斯特，在大萧条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时代，他正在耶鲁大学读书，二年级时父亲告诉他家里无力支付他的学费，所以坦普雷顿靠奖学金和打工读完大学。此后他获得罗德岛奖学金，赴牛津大学深造二年，此间游历欧洲。然后他回到田纳西，并最终去了纽约，先是在梵尼 & 碧尼公司实习，这家公司是美林证券的前身之一，后来进入一家地震探测公司工作。

二次大战爆发后，坦普雷顿相信连续 10 年的股票下跌时期已经过去，百事待兴。他认为那些不到 1 美元的垃圾股很可能就是埋没于尘世的"灰姑娘"。

就是那次特殊的交易建立了坦普雷顿以后的交易模式——

第一，坚持只买被人抛弃的股票。

第二，对于买入的股票平均持有 4 年。这可以给便宜的股票足够的时间被重新发掘。

从巴哈马傲视全球

成功出击后的坦普雷顿有了些钱，所以两年后，当他得知有位年长的投资顾问想卖掉他的只有 8 个客户的公司后退休时，坦普雷顿以 5 千美元的代价接手了这家公司，客户留下了，但 8 个实在不多，所以坦普雷顿开始的日子很难过，但是有关他才华出众的消息开始不断传播，从此他再也不缺少客户或是收入。

他的多布沃 & 万斯公司最终成长到管理 3 亿美元，拥有 8 家共同基金的基金集团。但基金一旦到达这种规模，便使得他只能疲于应付日常琐事，以至于没有足够的时间思考。最后他同合伙人把公司卖给了另一家基金管理公司。

56 岁的时候，坦普雷顿东山再起。他首先决定不再让自己忙忙碌碌，毫无空暇。他不仅需要时间考虑投资，而且需要时间来思考更广泛的天地，尤其是宗教领域内的各种事务。所以他搬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了巴哈马首都拿骚，在莱亚福特珊瑚礁俱乐部的土地上建起了一幢四面都有立柱的南方风格的白色房子。在那儿，他建立了他的证券档案，开始集中精力管理他仅有的小型基金，他和他的老主顾持有基金的大部分股份。基金的记录证明坦普雷顿是最伟大的投资者之一。

截止 1978 年 12 月 31 日，在前面 20 年里，如果投资者把所有的分红都进行再投资，那么 1 千美元的基金初始投资就变成了 2 万美元。

令人难忘的是，在每一个前 7 年里，坦普雷顿总是位于所有基金的前四分之一。根据《基金瞭望》杂志的统计，坦普雷顿的表现在上升市道中的盈利位于前 20 名(共有 400 多家基金)，而在下跌市道中，他的基金的盈利名列前 5 名。这些基金中有大量的抗跌基金，包括一些永久的债券基金，因此坦普雷顿的成就特别令人印象深刻。比如有一家名为 T · 罗 · 普莱斯新地平线基金，也购买次级公司(注：指吸引投资者的小公司，它们通常含有很大的风险，但同时提供了获得高额利润的机会)的股票，并在牛市中表现非凡，但在熊市里它的排名落后坦普雷顿 200 多名。一言以蔽之，坦普雷顿的盈利持久性只能用出类拔萃来形容。

杰出舞台，杰出表现

公平地说，我们应把坦普雷顿的成就同那些小型的、有国际投资组合的、并不关心使自己成为基金巨无霸的基金相比。一名管理 10 亿美元的国内养老基金的经理，要远比一名管理小型基金的经理付出更多的劳动。

首先，小型的坦普雷顿成长基金明显给了坦普雷顿其他基金经理不能享有的灵活性。在一家小公司上投入 10 万美元，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果股价翻番，就可以显著影响他的基金收益。而且如果他感觉紧张，也能够抛出股票套现，这对一家巨型基金来说几乎是做不到的。尽管坦普雷顿说他辨别市场底部和头部的能力有限，但他有时会把50%的基金资产变成现金。

其次，他的投资选择范围覆盖许多市场。他在日本和加拿大证券交易所呆的时间同在美国的交易所呆的时间一样多，而且他了解瑞士、德国、荷兰、比利时、澳大利亚和南非的交易所。

最后，也许是最重要的一点，他不必盯着那些知名大公司：那些被信托投资公司称为“蓝筹股”的公司。相比那些人人皆知、股价很高、规模庞大、业绩平平、工会强大的工业巨头，那些市盈率低、又有巨额利润保证的小型专业公司，通常是比较安全的投资——如果你肯定你的信息正确的话。坦普雷顿不仅会买上一打他的客户前所未闻的小公司的股票，而且准备买下几乎所有的股份。大型组合基金经理总是担心对小公司了解不够。因为他们的投资模式是大进大出，那么花时间掌握小公司的情况就得不偿失。

顺便提一句，乐意在许多国家投资，同乐意购买“普通”股紧密相连。价廉、高成长型的小公司通常不是美国本土的企业。比如，赛夫维公司股票只有8倍市盈率，但年成长率是15%。但是，在食品连锁店行业，坦普雷顿却买进ITOYOKADO公司(注：目前这家公司在日本和北美管理12500家“7—11”超市连锁店)的股票，这家管理出色的日本第二大连锁超市，市盈率只有10倍，但年增长率高达30%。坦普雷顿认为日本的超市是生产商同消费者之间的直接桥梁，现在还处在婴儿期，离成熟期还有几十年的路要走。

房地产又是另一个例子。坦普雷顿认为房地产是通货膨胀时期的常青树。在研究了日本和英国——在这两个国家不动产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司倍受投资者青睐——的房地产公司后，他发现加拿大的公司更便宜。于是他决定投资加拿大房地产，他挑选的也几乎全是一些美国投资者甚至是专业人士几乎闻所未闻的公司：艾碧·格伦不动产、道恩发展、S.B.劳夫林合伙公司和新西部发展，所有这些股票都是按每股现金流量的2至4倍的价格购买的。愿意投资小公司就意味着巨大的分散投资。国际化、小公司和对次级公司分散投资的优势铸造了杰出表现的舞台，而不是杰出表现本身。

他的基本哲学可以用一句话来说明：在多个市场中寻找那些以公司实际价值的一小部分出售的股票。

他并不满意仅仅买便宜货，他要买最好的便宜货。当然许多看起来便宜的股票不在此列。所以当他发现一个股票时，就会研究了再研究，直到他确信它的价值可靠才会买入。即便如此，他也后悔时常犯错误。错误是不可避免的，但因为他广泛分散投资，所以损失很小。

最好的便宜货是那些完全被忽略的股票，其他投资者甚至没研究过。当然，这是他投资组合里那些陌生名字激增的原因。

“研究这些股票，”他和蔼地说，“我敢打赌你知道的不超过三分之一。”

比如，威尔斯·里奇·格林尼公司。商界的许多人都知道玛丽·威尔斯和她在60年代成功创办的热门广告公司。但是广告人通常被认为是自负、最个性化和情绪化的人。投资广告公司？太冒险了！当60年代后期广告公司纷纷上市的时候，可能是典型的牛市高峰的征兆；实际上，这是外面的人提前10或15年给里面的人付高工资，然后妄想从他们的投资中获得什么。

威尔斯·里奇·格林尼公司就是这样。当市场好的时候，里面的人在二次上市时以20美元左右的价格卖出了价值1400万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的160万流通股中的69万股。后来股票最终涨到每股28美元。但股价随后跌至5美元。

然而，峰回路转。当股票在6美元的时候，威尔斯女士和她的同事提议购回所有的股票。他们提供一份证明说每股实际值9美元，而此时的帐面价值是每股11美元。这样他们能买回1632000股，只剩下464000股流通(加上400000股留做期权交易)。如果那些当初以20美元买进的人，这时抛掉那么会损失一半。

就在这个时候，坦普雷顿基金以8美元的价格买了25000股几乎是市场上所有剩余的流通股，这就是说基金付的钱比这家公司付的还少。坦普雷顿感觉由于股本缩小，加之条件又好，每股市盈率很可能是3倍。如果这样，基金的采购成本算起来低于2倍市盈率。得益于股本缩小，股票帐面值又回到20美元，这也是基金抛售时的价格。

识别“陌生价值”

如果你能处在评价那些使事情获得改善的，但又被人忽略的因素的位置上，那么有时几乎任何东西都像便宜货。要发觉这些因素，你必须戴一副不同的眼镜，坦普雷顿认为，比起其他技能，投资者需要有识别“陌生价值”的能力。

在选择公司时，坦普雷顿认为一家能应付通货膨胀的公司才是稳定的。他观察，广告公司就有这种能力：他们的收入是客户广告支出的一个百分比，所以当物价上涨他们的收入就随之上升。最终，许多国家不得不采用通货膨胀会计学，它能反映一家公司在真实期限内的成绩，而不仅是帐面上的数字；如果这种情况发生，那些高负债经营的公司的盈利就会以贬值的货币形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式，以看上去加倍的数量支付给债券持有人。电力公用事业公司将是这种盈利新形式的主要受益者，但是这些公司受到的控制太严，难以吸引投资。

相反，高负债的房地产公司是通货膨胀时期的最佳投机对象。事实上除了在英国和日本，房地产是被人蔑视的产业。英国不动产公司的股票，就是他们的加拿大同行2倍多的价格，而日本是3倍多。

另一个坦普雷顿喜欢对付通货膨胀的套头交易是购物中心。通常地主和购物中心之间的房租被设计成能抵消通货膨胀，租金的逐步增加是根据购物中心的年销量计算出来的。如果超市的销量上升，租金也就随之上升。但此时坦普雷顿并没有超市公司的股票，他提到通用成长基金握有大量此类股票，加里福尼亚的E.W.哈恩基金也是如此。

在坦普雷顿的早期生涯中，他拜访了成百上千家公司，参观工厂，估量所见所得。然而，近几年，坦普雷顿发现已没有必要这样做。

对于公司的管理部门，他有一套标准问题:第一个就是“你们是否有长期的规划?”第二，“你们的年增长率是多少?”

如果公司的增长目标比历史记录高，他会问:“为什么未来的目标会与以往的不同?你们的问题是什么?”

然后，“你们老对手是谁?”以及，“为什么?”最后，坦普雷顿认为特别重要的问题是，“如果你不能拥有你自己公司的股票，在你的竞争对手中你愿意买哪家公司的股票，为什么?”

在证券分析时，你很快就会发现，只与一家公司打交道，你得到的信息越多，你得到的误导就越多。管理层总爱吹嘘自己的成就。如果你在一段时期内，访问了某个工业领域中的大多数公司，就能对整个集团得出自己的完整概念。你就会知道，哪些消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息是可靠的,哪个管理部门实现了他们的目标,哪家公司的官员喜欢自我吹嘘。另外,与被研究公司的主要竞争对手或供应商接触几分钟,也有重要的指导意义。

现在,我们可以了解到,坦普雷顿的投资传奇简单而有效,朴实而辉煌,对于每一个平凡人来说,都会有相当的指导意义——

坦普雷顿的投资组合表明他考虑的是在全球范围内购买最好的股票。

一旦一只股票上涨,不再是便宜货,而此时又出现了另一只更具投资价值的股票,坦普雷顿就会卖掉前一个。

他总是在投资中运用这些比较购物法。

在他的整个职业生涯中,他总是十分耐心,也许是太耐心了。他现在认为:当有二个相似的股票开始吸引你的注意,而其中的一个还在下跌时,那他宁愿买那个开始上涨的股票。

在他的分析过程中,首先是从考虑一家公司的内在价值开始。在40年代中期,他的投资顾问公司运用格雷罕姆的原始的全方位系统分析法,也就是通过研究各种财务比率来分析公司。现在这种工作的艰苦已可以通过《价值钱》杂志来减轻,只要你每年付上300美元,就可以轻而易举获得你在以往雇一大帮分析师也难以获得的信息。

坦普雷顿认为,仅仅靠财务分析是不够的,因为公布的数字不真实。你必须通过提问来发现它们。在评估时,你得考虑100多种因素,而这些因素又不可能适合每一家公司。所以,对于一家自然资源公司,你可能要忽略这些因素;而对于一家生产厂家,你可能要忽略那些因素。

有6项通用指标是非常重要的,可以用于任何一种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 市盈率。

2. 利润极限。

3. 清算价值。

4. 公司的成长率也很重要，尤其是收益增长的持续性。如果某家公司的增长在一年中摇摆不定，还不足为奇；但如果连续二年徘徊不前，就值得怀疑了。在成长的问题上，坦普雷顿关心的是一家公司的财力和隐含的资产值。

持续增长是最重要的因素。毕竟，在通货膨胀时期，增长可能只是名义上的。

如果不能永久，每件事都有它的季节。世界在变换它的热点，投资者也必须这样。坦普雷顿认为，T·罗·普莱斯高成长股票哲学已持续很久了，但最终这类股票都会价格高得离谱。

摩根担保基金也青睐这类高成长股，在60年代末、70年代初，得益于不计成本地买进雅芳、国际香水这类公司的股票，基金曾创造过辉煌的业绩，但好像也仅仅是昙花一现。

5. 灵活性也是条重要规则。当所有的事看起来都特别顺利的时候，你就应准备改变投资策略。当价格下跌循环已达到了你的期望值时，请等待价格上涨。

6. 不要相信教条和公式。30年前，坦普雷顿认识的一位化学银行信贷部的官员成了公式和教条的牺牲品。那时，所有的数据和循环，所有的心理的、金融的和基本的数据都传达了一个信息：道·琼斯指数还要跌三年！这位官员把所有客户的股票都变了现。结果，第一年，股市上涨。第二年，股市上涨。第三年，股市创新高。

(陈　鑫　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·内夫

真正的逆向投资者

约翰·内夫常常被描写为“倔强、暴躁”的基金管理人，但那只是表面现象。实际上，他是一位对价值有敏锐嗅觉、时刻关心股东并且说话有着独特方式的投资者。如果有人请他就一件他不太熟悉的事情发表评论，他一定会说：“我没有资格回答这个问题。”这样的话是绝不可能出自其他基金经理之口的，更不用说像约翰·内夫这种出色的基金管理人了。在他成功地掌管温莎基金的31年里，温莎基金有21年的业绩表现超过标准普尔500指数。去年，约翰·内夫退休，曾经跟随他25年之久的最得力的助手查尔斯·弗里曼接掌温莎基金，结果该基金又增长了23.2%。

退休后的约翰依然保持忙碌，他参加各种分析会议；在著名的沃顿商学院(Wharton)执教，开设金融课程；担任参加公司和机构的董事，其中包括克莱斯勒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司(Chrysler Corp)；管理着2亿美元的宾夕法尼亚大学捐款基金；同时还在撰写一本关于如何投资的书。与其他退休老人不同，约翰根本就没有退休。笔者在费城有幸采访到他，并就市场是否会出现下跌以及他目前的投资方向作一番请教。

约翰，你经历过的熊市比现在绝大部分的基金经理都要多，至少多两次。那是一种什么样的感觉？

给我印象最深的是1973年至1974年的那次，也是我所面临的损失最惨重的一次。那是一个单一化炒股的年代，人们只买那些大名鼎鼎的成长型股票，并且不管价格如何都永久持有它。他们将Nifty Fifty的股价推高到难以支撑的40到50倍市盈率的地步。整个市场在1973年下跌了15%。而我们跌掉了25%——这真使一个一向自认为给股东止跌保护伞的人感到失望。

那么你做了些什么呢？

我调整了证券组合，转向那些据说是风险更大但却有着较低市盈率和较佳风险回报率指标的成长型股票。市场开始走向虚假繁荣，但我们有很好的流动性，大盘股很好卖，而我们在一些强势股如AT&T、Safeway、CBS和电力设施股中投有大量的资金。因此我卖了这些股票，转而买了其他股票，如Browning-Ferris、美国医院公司、Tandy和Gino's。

Gino's?

这是费城的一个快餐连锁店集团，当时预期可以利用人人都将蜂拥而至庆祝费城1976年200周年大庆的题材，结果不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很理想。不过其他股票却走得很好。我们就二线成长股大量建仓，这些股票在某些方面走得比我预计的还要好。Nifty Fifty 花了大概 7、8 年，也许是 10 年的时间才重新回到其 1973 年的高位。但我们的业绩却在 1974 年就超出标准普尔 500 指数大约 10%。以后我们又继续保持升势，标准普尔指数在 1975 年到 1976 年间上升了大约 70%，而我们涨了 126%。

1987 年的股灾又是怎么样的呢？

那次有一点与以往不同，我们是持现金走进熊市的。

是不是因为你已经预期到会有一次大崩溃呢？

不是，不过在经历了 1973 年至 1974 年的熊市之后，我开始意识到：当你找不到什么东西可买的时候，也许什么都不买，持现观望是个不错的选择，至少不会是最坏的选择。然后当市场受到重创的时候——看起来一定会——我们就可以重新杀回去，以较好的价格捡回股票。我们的使命是代表股东去持有股票。但我的理解是做到 80% 就可以了，也就是说在市场变得越来越愚蠢的时候，你可以持有 20% 之多的现金。这正是我们在 1987 年所做的。当时我们持有 13% 到 14% 的现金，另有 10% 的资金投在政府债券上。因为那时你可以从长期国债上得到 10% 的附息，这是很不错的。而且如果利率能像我们希望的那样调整的话，我们甚至可以得到 15% 的收益。

当时的感觉是什么？恐惧吗？

不是。我们已经意识到市场被高估了，而当时我们的情况不错，保持着流动性。10 月 19 日 (1987 年)，我们买了 1.18 亿美元的股票，第二天又增加了 1.92 亿美元的筹码。手里拿着现金使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以轻松地悄悄杀个回马枪。

这真是一段绝妙的回忆，但是你怎么知道股价不会跌得更低呢?

我们作了分析判断。1988年，通常的看法是股灾将对消费支出产生重大影响。但我们说:“看，大多数整天忙着工作的人对股市的关心已经少得不能再少了。”同时我们知道格林斯潘正在努力保持各方面顺利运转。所以我们打赌股市不会再跌，最终我们赢了。

似乎每个人都觉得熊市不会再来了。

这种想法在很长一段时间里都没错。自1990年以来，我们还没有遭受过任何大的挫折。

那么这种“熊市不再会发生”的论调有没有道理呢?

没有。早在60年代初，我还在克里夫兰的国民城市银行当分析师的时候，我们经常关注的指标是共同基金的资金流量。那时的工业还只是“小矮个”，但是今天它已经成长为“巨人”了。经济的繁荣使人们指望标准普尔500的年收益率能达到16%。你和我都知道那是不可能的，尤其是从当初我们开始回升的水平来看。而当人们发现他们永远也不可能得到即时满意的回报时，他们对股市就会有其他的想法，并把资金转移到别的领域去。

那么你认为应该怎么看呢?

今年如果出现15%到20%的下跌，我不会感到惊奇，我倒觉得这反而会产生一些疗效。它能提醒人们即使持有别人都有的股票也存在着潜在的风险，要知道股市是不会永远上涨的。同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时这也能使现在以 17.5 倍市盈率交易的股市跌到市盈率 14.5 倍的比较舒服的水平。今天 2% 的产出率是历史上的最低水平。现在有一种说法认为产出率已不再重要，但我不这样认为。

另外，我们已经不能敏锐地认识到经济发展将失去好的背景环境。公司盈利最多只能增长 5% 到 6%。今年也许能达到 7%，但却会在个股方面伴随着某一天调整 20% 的令人失望的情况出现。这种现象已经在有些股票上发生过——如美国公司(CompUSA)、电脑协会等——今后我们将看到更多。许多股票已经被抬到如此高的价位，不是一点点调整就可以到位的。如果你是一个基金经理，而你开始在你的证券组合里埋下这些炸弹的话，那你就不是以前那个大胆、坚强和进取的你了。

有些人——比如你过去的老板约翰·鲍戈尔就是一个——认为现在有 8000 个共同基金，似乎太多了。

他是对的。正是因为现在处于繁荣时期，才会有这么多的新基金。基金数目会减少的，现在我们已经看到基金家族里出现了一些合并，今后我们会看到更多。这已不仅仅是能否管理好那么多的基金，以及如何用诱人的营销手段来吸引公众注意的问题了，而是有没有 8000 个出色合格的基金经理来管理的问题。当我读到报上所登的最近跳槽的一位精确基金(Fidelity)的资深经理只有 34 岁时，我忍不住要笑。我的年龄已经摆在那儿了，无论如何，一个 34 岁的人是不可能经历各种各样不同的市场的。

你对指数基金是怎么看的呢?

我认为我能够超过市场的平均水平。在我管理温莎基金的 31 年时间里，我平均每年都要超过标准普尔 500 指数 315 点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数证券投资管理人都不能达到市场的平均水平，这是不是真的?

是的，大部分都被甩在市场后面。因为他们总是在事情发生后才作出反应，而不是预期会发生什么事，然后作相应安排。还有许多基金费用支出太大。如果你在费用上就要耗掉 100 点的话，那就意味着你每年起步时就已经有一只脚陷入了泥沼。

作为一个真正的逆向投资者，你最近一阵儿在关注哪些类型的股票?

小盘股自去年夏季受打击后一直没有真正反弹回来，这是一类;另一类是新兴市场，在过去几年里，这些市场都有过艰难时期。我不太清楚单个新兴市场的情况，但我可以就这个概念说明一下。世界上成熟的发达市场主要有三块:美国、欧洲和日本。美国股市现在正以 17.5 倍的市盈率交易。但是企业家、生产资本、灵活性、机构重组和提高股东地位等概念都是在这里形成并实施的。欧洲比我们慢了 10 多年，日本可能要落后 20 年。

新兴国家，不管是泰国、新加坡，还是菲律宾、中国、印度，抑或南美国家，现在正以 3 倍于发达国家的速度增长。那里显然更多风险，但是如果你买了一揽子此类国家的股票，或是通过指数基金进入这些国家的股市，那你是不会输钱的。当新兴市场在 18 倍市盈率或附近交易，而日本市场的市盈率却是 40 到 45 倍时，那么在我看来选择哪个市场投资是再明白不过的了。

你倾向于哪个国家呢?

我不是真的很有资格来对此作出判断。但是作为一个逆向投资者，我会首先看看那些曾经一度是最热的市场。泰国、印度和韩国最近实际上已经跌得很低了;南美和墨西哥也曾经遭受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过惨跌。我认为我倾向于介入那些投资于全球新兴市场的基金，或者介入那些封闭型的新兴市场基金，这些基金中有许多价格非常划算。

你曾经做过的最棒的投资是什么?

那要数对 Tandy 的投资了。我们是在 1973 至 1974 年的那次大崩溃之后买进该股的，以后又不断地买进、买进、再买进。

Tandy 后来给你带来了什么呢?

Tandy 是一家电子消费品零售商。你去那里买音响或其他所有的配件，那里到处都是这些玩意儿，最终这家公司推出了一种小型电脑，后来它不仅销售这种电脑，实际上它还是生产者。对这个公司作投资应该说正是好在恰当的地方、恰当的时机。Tandy在 80 年代和 90 年代里没有什么大的作为；但我们在 70 年代末卖出它时已经赚了 13 倍，也可能是 14倍的涨幅。

那么你最大的一次失误又是什么?

我脑子里印象最深的一次挫折，是 60 年代末，那些庞大的盲目乐观的联合大企业在 70 年代初遭受重创的时候。当时我们拥有许多联合大企业的股票。因为这些股票很便宜；我们认为它们办得很成功。这种把大量生意集中起来优化配置资本的做法很有道理。实际上我们从一个企业到另一个企业都做得还可以，但是美国工业却给了我们一颗重磅炸弹。有一家普通的联合企业，涉足许多行业，包括服饰和其他一系列我们比较了解的领域。当时这家公司的股票在我们的投资组合中所占的头寸只有 4%，但是我们在卖出该股时却损失了投资额的 45%，这是不应该发生的。我们本该打平的，但是却没有成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些联合企业搞多元化经营，涉足许多不同的领域，但是它们每一项生意都没有“核心部分”。它们永远也无法通过精简节约使其各个领域里最具渗透力的公司盈利率得到自然增长。

现在有哪些大企业既有“核心部分”，又有低市盈率，甚至还有产出收益呢？

眼下恐怕没有太多的大公司有产出收益，但是 Delta 航空公司也许够格。它的产出率虽然极低，但是对一家航空公司来说，有任何的产出率就已经是独一无二的了。至于说到它的“核心部分”，那就是亚特兰大航空公司了。Delta 公司控制着亚特兰大公司，有一段时间它们受到其他低成本航空公司的竞争挑战，但是接下来的空难证明，航空公司不能再用 25 年的老飞机来侥幸度日了。Delta 公司在降低成本方面做得很出色，最近它又与飞行员们磋商签定了一个对公司较为有利的合同。在 1996 财政年度的中期，Delta公司的每股收益为 8.47 美元，今年可能会达到 10 美元到 12 美元的水平。该公司股价最近已经升了一点，但即使是 78 美元，该公司的市盈率也只有 7 倍。

另一家有同样魅力的公司是复兴控股公司 (RenaissanccRe Holdings)。这是一家总部在百慕大的财产保险公司，它的股价在 34 美元左右。1996 财政年的每股收益是 6.01 美元。目前该公司正着力回购其 12% 的股票。今年其每股收益预计仍将在 6 美元多的水平，我认为它的市价不会在 5.5 倍市盈率的位置上徘徊很久。

还有什么公司看起来很诱人?

我想房地产公司就很不错，从长期利率来说。我认为今年的长期国债利率可能会站在 7% 左右，而 30 年期固定抵押贷款利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率大约在 7.8%至 7.9%之间。在这样的利率下，房地产价格是可以承受的，而美国公众至今还保持着拥有自己一片天地的渴求。我想房地产业的启动需求不仅在 1997 年，而且在 1998 年和 1999 年都将保持在 140 万至 150 万的面积内，我现在拥有四家房产建筑商的股票，它们是：大陆住宅公司(Continental Homes)、Beazer住宅公司、美国住宅公司和M/1 Schottenstein住宅公司。我持有头寸最大的是大陆住宅公司，它是凤凰城最大的房屋建筑商，同时在奥斯丁、旧金山和丹佛都有生意。不过四家公司都有“核心部分”，并且在各自的地理区域内有很大的渗透力。四家公司都有很好的资金筹措渠道，交易价均为 1997 年盈利的 6 到 7 倍。

你的书将主要写什么？

忍耐原则。即市盈率要低，忍耐要最大限度。然后，就要买进那些受到打击的绩优公司股票。我最喜欢的“进场”是那些被误解、忽视或失宠，但在这些表象背后却有着良好基础的行业企业。换句话说，就是买进弱点，卖出强势，我将用新闻来装饰我的书，希望那会非常有吸引力；同时我还写一些当你在管理别人资金的时候，你所必须遵循的原则。我曾经在一家银行里呆了 8 年，所以我有一个谨慎的名声。我想强调的是，遵循原则是指引你无往不胜的法宝之一。

你是如何贯彻这一原则的呢？

不要过分冒险。如果你准备冒险的话，就必须首先肯定你的风险回报率是合理的，因而你的冒险也是明智的。

(周莉莎　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史蒂夫·琼斯

20 亿美元的赌注

美林发展基金在普林斯顿的事务所有一个绰号，叫作“富饶的草地”。这不仅是因为事务所那幢三层楼的小洋房被一片青葱翠绿的草地环绕着，更是因为这片土地长出了丰厚的利润。

美林在新泽西的基金资产达到 1780 亿美元。通常这些事务所总是坐落在喧闹不堪的地方，人们忙忙碌碌地穿梭着。很难想象普林斯顿事务所居然是这么幽静的一幢小楼，安静得能听到针掉在地上的声音。至少我在拜访这个事务所的两个小时里，连电话铃声都没有听到过。

在与美林发展基金的投资经理史蒂夫·琼斯的谈话中，他时时提到“个性”管理方法，或许正是这种“个性”让史蒂夫管理的 50 亿美元的基金在同行中独领风骚吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我想讨教一下何谓"个性"的管理方法?

每一个基金都有投资重点,每一个基金经理也有自己的管理风格。因此,我也自由地按照自己的想法来挖掘某个市场的潜力,作出自己的投资决定。在我们事务所里,你看不到一个研究室,或任何一份投资推荐单,也没有任何委员会来对你指手划脚。因为我非常清楚,一些绝妙无比的主意常常会被这样那样的委员会否决掉。

请具体谈谈为什么"一些绝妙无比的主意常常会被这样那样的委员会否决掉"?

举个例子来说吧,全球海域(Global Marine),这是一家海上钻井公司。6年前,我们便开始留意这家公司。从80年代开始到90年代初,北美的天然气产量很高,但价格却一蹶不振。在1992年2月,每千立方英尺的天然气价格只有90美分,这是一个相当低的价位。我清楚地记得那时参加的一个能源报告会,席上有人感叹说,墨西哥湾被叫作死海或许更好。那段时间,全球海域也很不景气,一些市场分析人士对该公司的预测相当悲观。于是,我对合伙人阿瑟·莫雷堤说,研究一下该公司到底需要多长时间才能重整旗鼓。后来阿瑟告诉我,只要两年时间,全球海域便可望走出低谷。当即,我便决定买入该公司的股票。

如果事务所设立这样那样的委员会,这样的投资意向肯定会被枪毙。现在每千立方英尺的天然气价格为2美元。当时我们买入全球海域时每股均价为3.625美元,现在已经到了18美元。

一般说来,你们持股的时间是多久?

平均为4年,但像全球海域这样的潜力股我们通常会保留

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更长的时间。我们采取相对集中的投资策略。比如说，现在我们仅有 32 种股票。这也是我的投资风格：选准一个有潜力的行业，大量买入，然后给它们一段成长的时间。

你刚才说寻找有潜力的行业，是说你们的投资相对专注于一个行业，但在行业内又进行分散投资，是这样吗？

是的，我们对天然气及其他能源股的投资占总投资的 45%，约 20 亿美元。

请详细介绍一下你最钟情的个股吧。

那我就说一下恩斯科国际(Ensco International)。我们介入全球海域后不久，得知理查德·雨水(Richard Rainwater)公司准备收购濒临破产的佩罗德钻井公司(Perod Drilling)。在 80 年代石油价格尚未下跌之前，佩罗德公司有一整套海上钻井设备。雨水公司也即现在的恩斯科收购该公司后，便装备了最先进的海上钻井设备。近年来由于钻井设备的使用费增加，这项生意变得相当有利可图。

恩斯科公司的收益如何？

现在恩斯科公司的股价在 41 美元左右，预计 1997 年该公司的每股收益会达到 2.20 美元至 2.35 美元，比 1996 年有 70% 的涨幅，每股现金流量为 4.70 美元至 4.80 美元。在过去的 10 至 15 年间，几乎没有什么公司打造新的海上钻井，很多钻井公司被 80 年代的行业不景气吓坏了。现在一个钻井每天的使用费为 3 万至 3.5 万美元，估计这个价格还会进一步提高，达到 6 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建一个新的钻井要多少时间?

三年。这也是恩斯科公司将大大有利可图的地方。当钻井的使用费涨到一个迫使各勘探公司都自行建造钻井的时候，目前已有钻井设备的公司早已大大赚了一笔。

特别在天然气和石油行业中，有个很有意思的现象：这些油区总是风云变幻，前景不明。但无论是墨西哥湾的天灾，还是波斯湾的人祸，总造成同样的结果：油价上涨。

史蒂夫，你不觉得现在的石油价格已经到了一个相当高的价位吗?

我认为油价还有一个很大的上升空间。能源价格的涨跌周期相对较长，比如说，在70年代，石油价格经过6年才达到最高点，而到了80年代和90年代初，石油价格的上行则整整经过了12年。我认为目前石油和天然气的价格仍在增长的前期。

这就是你把45%的资金投入能源行业的原因?

也不完全是。我刚才说过，我们在投资决策的时候，总是看准一个成长性好的行业，然后进行集中投资。在90年代初，我们选中的是科技股。现在我们看好的是能源股，但这一行业要求我们有足够的耐心。因此，如果能挖掘出一些市场黑马的话，即使石油价格相对疲软，公司若能经营得当，则我们还是会有可观的回报。

再给我说说你们买进的"黄金股"。

阿帕切(Apache)公司，我们之所以对其发生兴趣是因为该公司的管理层非常有自己的经营之道。市场预计阿帕切公司1997年每股收益为1.30美元至1.50美元。每股现金流量为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.90美元至6.20美元。如果该公司股价涨到每股资金流量的5.5倍，即每股34美元，也还是一个相当保守的估计。大部分人士认为该股的上升空间不止于此。

阿帕切公司是一个标准的稳健派。他们通常的做法是：买入一片油区，进行开采，直到"榨尽那里的最后一滴油"。最近阿帕切公司购入的土地够他们开采9年。他们对凤凰资源公司(Phoenix Resource)的收购也等于买入了在埃及的特许经营权。如果每桶石油价格上涨1美元的话，每股收益大概就会增加20到25美分。

我感觉你在经营作风上相当标新立异。

从某种程度上说，是这样的，但我并不是刻意地在追求这种标新立异。如果说我在投资考虑的时候有什么与众不同的话，那便是我不喜欢"追涨"，也不喜欢对热门个股下大注，或许这也是我比较保守的地方。在我看来，一旦下错注，教训将是非常惨痛的。也正如此，我对所谓的热门股有一些"偏见"。

除了能源板块，还有没有其他板块为你所看好？

生物科技。尽管目前我们仅在2家生物科技公司有投资，投资额也不到总资金的1%，但到本世纪末下世纪初，生物科技将是我们集中投资的板块。

给我们介绍一下你所投资的生物科技股吧。

西托医疗(Cyto Therapeutics)，这家公司致力于研究在细胞移植的基础上，把自然蛋白通过中枢神经运行到某个特定部位，以达到治疗的效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听起来太专业了，能简单解释一下吗？

可以。通常药品是通过口服或者注射，在体内运行而发挥效用的。西托公司生产的药品就显得“定位”精确得多。首先，把药物放入一个半透膜的聚合胶囊，然后放入脑部或骨髓，通过中枢神经运行来到达特定部位，从而发挥疗效。该公司的产品已经处于临床试验阶段，并且与一些制药公司有了初步的合作意向。

比如说……

他们现在正与一家名叫阿斯确(Astra)的瑞士公司进行合作。阿斯确公司在世界医药行业中鼎鼎大名。另外，西托公司还与 Genentech 公司合作开发治疗老年痴呆症的药物。

那么，他们的产品何时才能出现市场效益？

最早也要到 2001 年或 2002 年。很多人投资生物科技股时，都梦想着在 3 个月、半年、一年内就能产生立竿见影的收益。其实，在生物科技股方面，鲜有这样的事。我们会耐心地等上 4、5 年，等着我们投资的公司长大。

(郑晓舟　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马丁·弗雷德森

打破幻象

马丁·S·弗雷德森(Martin S. Fridson)是美国美林证券公司(Merrill Lynch & Co.)的高级主管。在他十四岁那年，母亲送他一股Lear Siegler普通股作为生日礼物，从此，他与金融市场结下了不解之缘。在本文中，弗雷德森试图告诉读者，在投资领域，并没有"必胜"的投资策略与方法，更没有一夜致富的魔术公式。他以多年来丰富的阅历经验，指出在赚钱游戏中，耐性和自制，可能会让你分享经济增长的喜悦。

大部分人都对的时候，背道而驰无益于事

"我发现其他每个人都是反向意见者(contiarian)时，我就不再当反向意见者。"

这句饶富深意的话，稍嫌夸张，但如你能忍受这一点，不妨找个交易人朋友谈一谈，他会给你很有用的见解。行事作为和一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般人相反，能不能致富，还不清楚。但有一点我却知道，“明显”超买和超卖的市场，其实不如你想象的那么明显。

我知道，这样的说法和许多人深爱的陈腔滥调相左。人们常说，致富的秘诀是冬天买草帽。要赚大钱，就必须在街头血流成河时买进。如果连擦鞋匠都夸称在股市赚钱，卖出的时候便到了。也请牢记，没有一棵树木长到天空。

假使你晓得价格何时已超越基本面，这些很棒的原则务必谨记在心。即使“根据每一个客观标准”证券价格很便宜，它们还是有可能再跌。另一句老话说，没人会在证券交易所按铃，宣布空头市场已经结束。

你可能说，没关系，无所谓。没必要指出头部和底部，真正要紧的是避免过度投机。换句话说，最重要的事，是郁金香狂热兴起时，手上抱满现金。

1634 到 1637 年荷兰的郁金香球根热潮老是被人提起，作为投机失控的前车之鉴。反向意见投资人在无数场合总是想起，郁金香热的鼎盛时期，一株球根的售价折合今天的币值竟然高达 5 万美元。因此，任何稍具常识的人，都能预言市价将重挫 90 %以上。

但是很奇怪的，仅仅几年前，荷兰少数百合花球根的售价达 50 万美元左右。价格听起来虽高，不见得表示人们已失去理性。诱人的地方在于一株球根能繁殖很多新的球根。这些球根可以用便宜的价格出售，投资人能回收当初昂贵的支出。郁金香母球根如能把开出特别美丽花朵的特性传给新球根，价格特别贵。

这是一种误解，经济学家嘉伯(Peter M. Garber)在他的研究报告《谁点燃郁金香狂热?》(Who Put the Mania in Tulipmania?)中有所阐述。根据嘉伯蒐集到的证据，1630 年代稳固的球根市场——郁金香热爱者在这个市场交易稀有品种并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有出现漫无节制的投机歪风，管理松散的普通球根期卖市场才有价格脱序的现象。尽管如此，嘉伯发现，价格过高只持续了两三个星期。1637 年 2 月以后，“普通货”市场崩跌，但比较漂亮的品种还是能够卖到高价。

简言之，反向意见者喜欢的这个历史事件，支持他们看法的证据不多。嘉伯强调，普通球根期货市场结构上有缺陷，经验丰富的交易人避之唯恐不及。期货市场没要求存入保证金，以确保参与者履行交割义务。没有一个交易所作为合约的另一方，因此一个人违约交割的问题严重性大为增加。把三百年前郁金香狂热的往事引用到今天高度管理的市场，似乎不尽合理。

不过反向意见者仍坚称，贪婪和恐惧的力量肉眼可辨，而且能加以利用。这事易如反掌，在鸡尾酒会上听人讲话就晓得。和你谈话的每个人如果都眉开眼笑，畅谈市场，你便晓得卖压即将拥现。

很遗憾，我们很难测试鸡尾酒会上的消息预测未来的准确性。凭印象研判市场走势或许管用，但要加以确认，本质上很困难。难以量化对反向意见者有利，因此反向意见者能够不断拿一些奇闻轶事，供应追随他们的人。

他们所说的故事，内容常是一些杰出的投资人，看到过分激情的“明显”迹象，因而找到市场头部。至于有多少同样天赋异禀的投资人，因有类似的真知灼见而过早出场，则没人能够衡量。

底部也不像一些投资故事所说的那么容易找到。这方面应该避免的错误观念是：由于价格下跌，所以稍后一定会上涨。南方邦联债券跌破面额后，一路跌跌停停，最后一文不值。

有人拿钟摆来比喻市场，这样的说法误导作用也大，投资人一样应小心提防。没有一种物理定律可用来证明某种证券上下起伏之后，一定会回到介于中间的实质价值。事后回顾，一家公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的获利能力从根本发生变化之后，股票创下历史性低价，未来十年可能就无法再突破这个价位。

几乎没人能够驳斥这个说法的逻辑，但逻辑有时被反向意见者抛到脑后，只谈一些陈腔滥调。可以预期，每当市场或市场中的某一类股票卖压大量拥现，便有一些陈腔滥调现身：

- 投资人把婴儿连同洗澡水一起泼掉了。
- 类股中的每一家公司，不管好坏，同样蒙尘。
- 警察抓妓女，连弹钢琴的人也抓走。

《华尔街日报》1990年4月9日的“华尔街听闻”(Heard on the Street)专栏，便出现典型的过度反应说法。文章标题是“银行类股不分青红皂白抛售，表示可能有便宜货可捡”(关键字是“不分青红皂白”、“便宜货”)。作者指出，由于近来投资人“倒出”银行类股，若干银行股票的股利收益率约为7%，是市场平均水准3.5%的两倍。文章引述若干分析师的话说：“现在是大胆的银行投资人进场的时刻。”(注：股利收益率指每年的股利除以股票的市场价格。)

《华尔街日报》的文章又说：“任何想捡便宜货的人，购买清单再短，花旗集团(Citicorp)都应纳入。”花旗集团的触角遍及全球各地，信用卡、住宅抵押贷款、外汇业务居于领先地位。此外，这家银行机构也拥有以前未曾宣布的“化整为零”财产，也就是如董事长李德(John S. Reed)所说的，花旗集团的放款组合广泛分散于不同的地理区域和顾客种类。作者说：“蛋糕上的糖霜，是7.2%的收益率，而且不久后股利可望提高。”

花旗集团的股利的确即将调整，但结果是降低，不是提高。1991年1月，董事会减少股利派发金额44%。这件大事发生之前，花旗集团的股价已不到11美元，远不如《华尔街日报》那篇文章发表时的22.875美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估投资建议是否正确，事后诸葛绝对占优势。不过花旗集团和其他银行业者的反向意见故事，还是有若干清晰可辨的陷阱。例如，因收益率高就买普通股，是风险很高的策略。市场往往显示前头有很大的风险，也就是股利会降低或者根本不发股利。同样的，不能像"华尔街听闻"所说，因为花旗的股价低于帐面价值，以及本益比"只有"6倍，就说它很便宜。帐面价值、盈余和股利一样，都有可能下降。花旗的帐面价值和盈余后来都下降，主要是放款出了问题，而反向意见者却淡化这方面的问题。

扩大范围来说，乍看之下的过度反应讯号，其实往往证实市场已正确吸收消化重要的新资讯。价格有很大的波动，不能据此而说波动太大。

相信自己能在群众乐昏头或垂头丧气之际仍保持理性，很能满足自我。反向意见者推销投资建议，就是掌握这种心理动机。但在投资理财这个领域，保持谦卑之心可能是比较好的态度。我们找不到万无一失的方法，在确保其他每个人左转时，自己右弯却没问题。

面对技术分析，要保持健康的怀疑

技术分析丰富了金融市场的语汇。"喷出行情"、"下降楔形"、"跌深反弹"只是其中一些鲜活的用语。技术分析也丰富了许多预测名嘴的财富。 一般使用的方法是发表述评 (newsletter)，依市场过去的图形研判未来。投资人如果也想靠技术分析致富，做得到吗?华尔街上那句话说得好:"三人中有两人做得到已算不错。"

专业技术分析师(或称"画线者")以特有的语汇而大受其利。小额投资人几乎总是要问:"哪位大师发现了万无一失的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法?”沉迷于市场的投资人很少质疑价格走势可以预测的前提。

献身于各种技术预测方法的人，总是能言善道，勇于为自己喜欢的方法辩护。技术分析大师喜欢读者盲目追随。他们常挖竞争对手的疮疤，加油添醋自我吹嘘。(“5月间，其他每位分析师都预测市场将下跌时，我却向订户发出十分明确的‘买进讯号’。”)

由于每个人都有马失前蹄的时候，分析师不时碰得鼻青眼肿。尽管如此，画线者仍对市场预测乐此不疲。不过，金融领域中的认真学生已不厌其详地证明，关于过去的价格隐含未来线索的说法，基本上是很难全部兑现的。研究人员很勇敢地考虑另一种可能性。他们想问：趋势是不是有可能没显示任何特定的倾向将持续下去?

这种另类看法称作“随机漫步假设”(random walk hypothesis)。它认为，证券市场“效率很高”，考虑了所有相关的资讯，包括以往的价格走势在内。个中涵义是：画线者即便找到“锯齿”、“上冲下洗”或其他表面上看起来重要的图形形态，也不见得特别高明。这方面的研究，获得的拥护支持远不如画线分析的声势壮。杰伦·柯恩(Jerome B. Cohen)、爱德华·金巴格(Edward D. Zinbarg)、亚瑟·杰克尔(Arthur Zeikel)在他们所著《投资分析与投资组合管理》(Investment Analysis and Portfolio Management)一书中写道：“针对随机漫步假设所做的大部分统计调查，证实价格的连续性变动间通常没有统计上的关系。”

换成普通话来说，也就是未来的价格是过去趋势的延续这种说法大有问题。但是柯恩·金巴格和杰克尔表示：“这个事实也不见得能做成结论，说技术分析……一无是处。”这种不温不火的支持态度，令画线者的热度不减从前。

说句公道话，证据并非完全对高效率市场假设有利。举例来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，根据统计原理，如果价格完全随机变化，则投资报酬的历史性资料图形将是一条钟状曲线。研究金融市场的学者普遍承认，事实不是这么一回事。光靠机率，没办法像市场那样产生许多极高报酬和极低报酬的时期。

随机漫步假设也已证明可以透过十分复杂的数学技巧遭受攻击。(至少比典型的技术分析师使用的技巧复杂。)其中最著名的是混沌理论(chaos theory)。混沌理论是很强的分析性工具，促使一些研究往前推进，如一锅热水中分子的滚动状况。但是到目前为止，混沌专家还没有敲开市场的秘密。《金融市场中的混沌与秩序：周期、价格与市场波动的新观点》(Chaos and Order in the Financial Markets: A New View of Cycles,Prices,and Market Volatility)一书作者艾德格·彼得斯(Edgar F. Peters)说:“混沌理论说，市场没有效率，但它们无法预测。”

不过技术分析师多置身事外，让“计量迷”和学者自行争吵。他们宁可把他们的主张直接诉诸大众，因为后者没有那么好的能力去评估技术分析的好坏。

对画线者更有利的是，许多股民愿意相信他们所说的那一套。印度民族主义领袖甘地说过:“面对饥饿的人，上帝以面包的形式现身。”同样的，面对想把小钱变成大钱的投资人，自命为金融救世主的人，看起来可能就像真有那么一回事。具有说服力的技术分析方法，把那些愿意相信的人变成忠实的信徒。

画线者一开始就画出一个头肩顶型态，接下来解释图形上每个点和数字反映了无数不知名投资人的心理变动状态。假设股价从买盘数量很大的水准跌下来，则有很多投资人希望涨回原来的价位就出场。股价开始反弹后没多久，将遭遇很大的上档卖压。画线者说，这种现象叫作“阻力”，在密密麻麻的走势图上看得出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分技术分析师显然相信，光是用图形表达一些情境，便能证明他们的理论有效。因此，谈技术分析的书都没有利用统计方法证明技术分析的确有效，以免对读者造成太大的负担。最细心的作者也只是选择性(可能不具代表性)地重登一些乍看之下证明自己所说有理的图形。

不过也请注意，有关阻力的解释，是假设投资人的行为缺乏理性。毕竟，如果持股人认为股价将走低，就应立即卖出，而不是希望价格回升，在不赔不赚的情况下脱手。另一方面，持股人可能相信股价可能上扬，高于自己进场时的价格。如果是这样，就不应该在获利开始实现之际就卖出股票。

技术分析师并没有企图淡化投资人行为不理性的看法。相反，他们乐在其中。技术分析师兴高采烈地嘲笑随机漫步论者的天真无邪；相信随机漫步理论的人，认为市场参与者都很聪明地评估每一个新资讯。画线者说，实际上这群人只会从幸福的顶峰跌向绝望的深渊。

把技术分析师希望拉拢的投资人描述成冲动性的赔钱者，对这些投资人未免过分恭维。行为欠缺理性的投资人显然不是这群人，而是另一群。照技术分析大师所说去做的人，会从投资大众善变的行为中获利。或者，至少他们能享受“比许多人优越”的感觉，自我陶醉于其中。

技术分析师拿许多证人来支撑他们日益站不住脚的看法。能提供支援的人中，最主要的资格，是怀有无比坚强的信念，相信趋势会持续下去，不管这样的看法尚有待争议。为了粉碎任何残存的疑虑，技术分析师挥舞着恭维之词跃然纸上的剪报资料，热情奔放的财经报纸当然有既得利益，需要投资人继续深信预测技术不疑。要是人们不再相信技术分析，就没理由订阅以访问知名技术分析师为主要内容的期刊。日报不愿探讨占星术到底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有没有效果，基本上也是出于相同的理由。

谈到技术分析，拿占星术来比喻，并非全然不合宜。我们不妨看看迈可·席摩(Michael D. Sheimo)在《再论道氏理论：1990年代古典投资理论的修订与更新》(Dow Theory Redux: The Classic Investment Theory Revised & Updated for the 1990's)一书中所说的话：

就像古人就教于巫师、占卜师、预言家，以获悉将来可能发生什么事，现代投资人也就教于股票市场指标。

可以选用的指标成千上百，有些和基本面有关，有些和技术面有关，有些根本是"人间所无"。据称一些分析师根据星球的相对位置提出投资建议。

技术分析师虽然扯到一些旁门左道的东西，但很可能仍有可取之处。学术界的研究人员当然无法宣称，他们已经测试过每一种技术分析论点的价值。他们甚至永远没办法这么说，因为新的指标和系统一直开发不停。

暂且不谈学术界的问题，身为投资人的你，会碰到一个实务上的问题：假使画图者真的发现到某些可资利用的证券价格型态，则看他们所写的书，或参加他们举行的研讨会，能分享他们的财富？如果这些技术预言家能把他们的知识萃炼成清楚明白的操作准则，你的获利机会将更好？大致来说，他们做不到这一点。有位技术分析师所办研讨会收取数千美元，他说过："要是有种机械式系统运作得很成功，而且经常如此，它的价值就不只是三千美元，而是三千万美元。"

撰写技术性文章的作者没有提供机械式系统，只是大放厥词，呼应你摸熟市场复杂性的努力。他们塞进分量充足的许多图表，加上一点普通的哲学，以及一些深奥的词句，如"双重三段矫正波"和"支点反转型态"。在你想要回答"这个关口，我应该买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是卖出?”这个问题时，才发现自己碰到困难。但别急，订阅技术分析杂志，一定有专家帮你解读市场的讯号。

谈技术分析的著作都以不同的方式承认没有一成不变的铁则可供遵循。以下是坦承有缺憾的典型说法:

• 创造一种情境，用以解释股市的波动，几乎只能纯猜测——可能性不胜枚举。(迈可·席摩)

• 这事不是很精确；没人晓得这是不是表层底下的现象，可以强化将来的趋势，或只是发展中的几项讯息里面的一样。(杰斯丁·马密兹)

• 道氏理论当然不是万无一失。没有一种理论、系统、方法能够如此…。最后决定要买要卖的人是你。(纽约金融学会)

技术分析师如此坦诚，十分可喜。关于技术分析，我们唯一确定的一件事，是发布技术分析投资信息可以赚钱营生。

有些技术分析大师提出建议时，也拿自己的钱去冒险。或许从这里可以看出他们的确出自诚心做某些建议，但不一定表示他们的看法正确。面对技术操作系统，最好的做法是保持健康的怀疑。有人宣称利用别人非理性的行为可以致富时，务必牢记这句话。

公司管理阶层的资讯不见得最可靠

希科亚系统公司(Seqouia Systems Inc.)“万事具备，即将成为下一家大电脑公司”。1992 年 5 年 1 日，董事长盖布里尔·傅士科(Gabriel P. Fusco)这么说。1992 会计年度前 9 个月，营业额增加 40%。傅士科认同分析师全会计年度营业额将达 8,500 万美元的预测。他补充说，5 年内，希科亚的营业额可能达到 3 亿到 4 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个月后，1992会计年度结束。希科亚的业绩延后发表，营业额实际上只有7,100万美元。10月1日，公司把这个数字修改为6,600万美元。12月，营业额再向下调整为6,300万美元。

5月间，距会计年度结束只有8个星期左右，董事长傅士科还认可分析师的预测，相信希科亚每股盈余将有1.02美元。经3次修正后，这个数字降为每股48美分。

这段时间内，希科亚的其他重要事件透露出经营不善的征兆。证券管理委员会(SEC)对该公司的会计实务展开非正式了解;财务长肯特·艾伦(Kent R. Allen)辞职“追求其他目标”;公司裁员并宣布违反若干银行贷款惯例;持有希科亚10%股权的惠普公司(Hewlett-Packard Company)不愿提供新的资金;证管会的非正式了解演变成正式调查;一位客户说，它决定不买一台电脑，也从没收到货，希科亚还是把这笔交易列为销售额;该公司收到稽核公司的合格意见书时，不久后将成为前董事长的傅士科宣称:“我们深信自己有资源和能力，使公司恢复获利。”

这个故事最令人感伤的地方，在于似曾相识。为什么直接出自企业高级主管的话经常那么不可靠?有些时候，事件的发展令管理阶层大吃一惊。有些时候，听起来合情合理的解释，其实只在掩人耳目。还有些时候，高级主管根本不敢面对现实。他们不断看到起死回生的迹象，直到公司倒闭。

所有这些事情，是获利回吐的绝佳良机。假设你能监听管理阶层的谈话，而且能区分什么是正确的评估，什么只是自欺欺人的说辞，接下来就能找出即将东山再起的失宠公司，同时放空即将急转直下的热门公司股票。

很遗憾，我们不可能找到万无一失的铁则。“推敲”管理阶层的话中涵义，需要了解很多来龙去脉和具备直觉本能，更不要提推测的功夫了。但除了主观评断，至少还有个原理可利用：企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高级主管的可信度不能光因强调职衔而取得。

1990 年，奥林匹克约克发展公司(Olympia & York Development)的保罗・李契曼(Paul Reichmann)，对外界传称该公司野心勃勃的伦敦加纳利码头(Canary Wharf)商业不动产开发计划发生财务困难的说法一笑置之。李契曼说，有关的负面评论来自“不知道自己在讲些什么的小孩子”。主持加纳利码头开发计划的迈可・丹尼斯(Michael Dennis)回答:“一件开发案第一阶段投入 54%资金，70%完工，是否可行怎成问题?”

事实上，持怀疑态度的人找到很多值得担忧的地方。例如，他们忧虑奥林匹亚约克是以赔钱的出租方式招来新办公室的租用者。而且，似乎只有美国和加拿大企业对那么便宜的租金有兴趣。英国企业都喜欢待在传统的金融区。一家英国不动产经纪商这么说:“英国人的态度是‘我们在这座城市已有五百年的历史;它虽有臭味、讨人厌、有噪音，而且没那么明亮，但我们绝不离开’。我猜，英国人典型的心态正是如此。也许这正是我们失去帝国的原因。”

直到 1992 年 3 月，奥林匹亚约克的公共关系公司还在驳斥申请破产的传言“全然无稽”。杜米尼亚债券评等服务公司(Dominion Bond Rating Service)不久前把这家不动产开发公司的商业本票评等降级。发言人说:“奥林匹亚约克目前仍在偿还所有的债务，而且预料将继续如此。”

接下来一个月，奥林匹亚约克无力支付已经到期的 8 亿美元欧洲债券的 6,200 万美元利息。4 月间，奥林匹亚约克一位代表说，加纳利码头的租用率只有 60%。稍后终于证实，这件开发案赚进的租金收入不到分析师预期的一半。

1992 月 5 月，奥林匹亚约克在加拿大申请破产。这时，该公司票面利率 8.25%，1996 年到期的债券，1 美元只卖 40 美分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司总裁说:"我们有很好的进展,相信一切仍在掌控中。"

已故新闻媒体大亨罗伯特·麦斯威尔(Robert Maxwell)具有永葆乐观的特质。在他身边很久的秘书兼办公室主管观察到:"他是思考十分正面的人。在他使用的语汇中,找不到'不可能'、'没办法'等字眼。"但他的字典中没有少掉"官司"这个词。1991年他接受《经济学人周刊》访问时说:"你们既无礼又无知地问到我个人的负债情形,我绝不回答。要是你们印出这种东西,我一定告上法院。我的私事和别人无涉,那是我自己的事情。"

麦斯威尔主持的镜报集团(Mirror Group Newspapers)董事会则不这么想。1991年11月,董事会急于知道为什么4,700万英镑从公司的金库跑到美国几家银行和麦斯威尔的一家私人公司。麦斯威尔本来预定某天解释移转原因,后来欲取消,理由是身体欠佳,驾船出海去了。不久后,他从游艇的甲板上失足落海。官方纪录的死亡原因是溺水和心脏疾病。

麦斯威尔的媒体王国很快就崩裂。最大的麦斯威尔传播公司(Maxwell Communication Corp.)1991年12月16日申请破产。仅仅五个星期前,麦斯威尔的儿子凯文(Kevin)还展现家族特有的乐观态度说:外国有很多传言,说我们正和银行业者举行危机要议。我乐意公开向我们的员工和股东保证,绝没有这样的会议,而且银行对(镜报集团和麦斯威尔传播公司的)贷款十分坚定。"

即使问题早在酝酿之中,麦斯威尔家人讲的话,无一显示灾难迫在眉睫。罗伯·麦斯威尔开始抛售持股时,有人据此作出合理的推论,说他陷入财务困境,他还嗤之以鼻。他宣称,镜报集团太强了,连"独眼的阿尔巴尼亚人"也看得出买它公开发行的股票很有价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦斯威尔家人永不止息的乐观谈话，在企业沟通领域中不算异数。但如罗伯·麦斯威尔般偏好封杀异见则极少见。前面提过，他最喜欢使用的伎俩之一，是以诽谤罪对簿公堂。

自由作家汤姆·包尔(Tom Bower) 1988 年写了一本平铺直述的传记，说麦斯威尔分别提出 11 项控诉。虽然这位媒体大亨未能阻止这本书出版，却十分有效地遏阻各杂志后来向那位无礼的传记作者邀稿。1990 年到 1991 年，5 种期刊放弃包尔所写的故事，宁可因为没有文章而付出“消音费”，而不想面对麦斯威尔的官司。许多图书销售商同样觉得，卖一本“英国最爱诉讼者”的批判性传记不是明智之举。

为确保不好听的话少被人听到，起诉不是罗伯·麦斯威尔运用的唯一工具。他也针对传递错误讯息的研究报告，提出没那么谦卑的意见供编辑们参考。1990 年，证券分析师布莱安·史特吉斯(Brian Sturgess)建议对麦斯威尔传播公司采取“审慎看法”。史特吉斯是英国经纪公司柏克莱·威德(Barclays de Zoete Wedd)的媒体业专家，写到麦斯威尔的股票公开上市公司和股票未上市公司间资产“正在变戏法”。预料得到，麦斯威尔扬言要告上法庭。更重要的是，他找上柏克莱·威德的母公司，后者恰好是他的主要借款人之一。

没多久，柏克莱·威德针对麦斯威尔传播公司发表了一份新的研究报告，有三项内容更正，但史特吉斯反对更正。一个月后，这家经纪公司解聘史特吉斯，同时审慎地提到和麦斯威尔事件“没有关联”。后来的调查指出，麦斯威尔的股票未上市，公司在那之后变本加厉地掠夺股票公开上市的公司。

麦斯威尔的例子显示，企业如何压抑杂音，同时散布过度亮丽的美好说词。简言之，你没听到的事，可能和你听到的一样重要。这条准则不只适用于企业非正式的声明，也适用于正式的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开揭露事项。

开拓公司(Caterpillar) 1989 年的年报没有提到那一年约四分之一的纯益来自巴西的营运活动。很少外人想到那个国家贡献那么大的盈余，因为该地的营业收入只占约 5%。巴西的营运单位会有那么多的盈余，主要是因为汇兑利益和极高的通货膨胀率产生的其他效果。从本质上说，这种经济情况不可能无限延续下去。拿 1989 年的业绩预估 1990 年盈余的投资人，期待中的利润可能不再出现。

巴西新上任的总统 1990 年 4 月宣布经济政策大转弯。6 月间，开拓宣布盈余将远低于预期。那一天，公司股价下挫 16%。分析师首次获悉，巴西的营运单位对前一年的总盈余竟有那么大的影响。

开拓早先未揭露事实真相，促使证管会指控该公司违反披露原则。证管会表示，这家机械制造商的董事会在 1990 年初被告知巴西的盈余“起伏甚大”。证管会官员说，那时候，公司晓得经济政策即将修正。证管会据此认为开拓 1989 年的年报中，“管理阶层的讨论与分析”一节应警告投资人，公司对巴西的盈余仰赖甚重。该公司在庭外和解此案，没有承认或否认做法不当。

企业在沟通方面所玩的最后一种手法，是给不同的人不同的讯息。公司和工会、薪资制定团体磋商时，常用的战术是哭穷。投资人如果光看公司表面上哭穷，可能有不幸的后果。

航星国际公司(Navistar International) 1992 年 7 月在新的架构中展现这种两难局面。和那时其他许多公司一样，这家货车制造商设法节制员工的保健成本。为达到目的，航星要求某地方法院确认它有权修改以前给予退休劳工的福利。董事长詹姆斯·柯丁说：“除非壮士断腕，采取行动，永远降低退休员工的保健成本，航星恐难维持偿付能力。”他继续说，缩减成本有其必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要，公司才能“永续经营”。

在法院眼里，这套说词听起来合情合理，可用以批准航星拟议中的福利给付缩减计划。但投资人把偿付能力和永续经营之说，解读成公司可能无法支付即将到期的G系列可转换优先股股利的讯号。8月初，股价从38美元滑落到27.5美元，后来纽约证券交易所因买卖委托单相差悬殊，暂停航星股票交易。

航星财务长助理卡门·柯比特(Carmen Corbett)表示，投资人不必急躁。她指出，董事长柯丁早先的声明强调公司目前有能力在必须付款时履行义务，能否永续经营只是长期的问题。

但心情浮动的投资人不愿或不能区别其间的不同。一家经纪公司可转换证券部门的主管说：“股票倾巢而出。人们显然认为该公司不会支付股利。”

航星喜忧参半的讯息显示，企业发表的谈话还有一种叫你跌得鼻青眼肿的方法。上面的例子中，不幸的后果显然是一时疏忽所致。但我们经常见到，沟通内容不完整或隐晦不明，对投资人造成的震憾，正好是公司预见得到的。

为什么企业不摆脱这些叫人不快的惊吓?你可能会想，它们一定希望防止对公司的疑虑演变成对它们的可信度产生怀疑。事实上许多公司很快就揭露坏消息，原因正是这么做符合它们的利益，以免证券分析师和投资人的信任丧失。很遗憾，其他公司则相当乐意鼓舞投资人的期望，以获取短期利益。它们不怎么害怕声誉受损。

这种看似短视的行为，有个明显的理由，就是提振股价。但是公司高级主管在人为、无法持久的涨势中出售股票图利，不是明智的做法。他们可能被控非法炒作股价。此外，目前的财经新闻媒体都广泛报导公司内部人员的交易情形。高级经理人大量卖出持股，可能被解读成公司经营困难的征兆，以致手头上未出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售的股票价值下跌。

此外，有些微妙的策略，可用来控制不利管理阶层利益的事项的揭露时机。例如，高级主管的薪酬可能和某特定日期的股价相关连。把具伤害性的资讯留到那天之后才发表，可以确保管理阶层领得很高的薪酬。

再者，假设某公司计划用自己的股票购买另一家公司，交易案成交时，股价愈高，则转配给卖方的股数愈少。同样的，扣留可能伤害股价的消息，也有道理。

这种蒙混过关的做法，不见得被视为违反证券法。但股东后来见到市值一天之内消失四分之一或三分之一，心里可不好受。

在某种程度内，投资人该怪自己。很叫人惊讶，他们十分乐意重蹈覆辙。一家公司只要发表某种新产品即将问世或提出公司发展前景看好的理由，往往能把善后收拾得很好。如果过去的错误很快就被原谅，管理阶层没必要坦诚说明将来的问题。

很不幸，投资大众很难对此指手划脚。你唯一能做的，就是凡是曾经烧伤过你的高级主管一律不予信任。此外，评估一家公司时，可以调查过去公开说明的可信度，从那里找到证据。如果一家公司以前曾多次愚弄市场，投资人最后可能变聪明。这种情形发生时，市场可能给那家公司的股票极低的本益比。在可预见的将来，因为这样而显得“便宜”的股票，可能继续“价值低估”。

最重要的，企业讨论到它们的前景时，股民们一定要抱持怀疑态度。大部分人都没这种天性，因为大家都希望别人值得信赖。请记住，经理人可能自欺欺人，不要接受他们一厢情愿的想法。投资人常以为经理人一厢情愿的想法若成真便能赚钱，而轻易接受经理人的高见。“我有没有把你们带错方面?”这个问题的正确答案，往往是很响亮的“有!”。

（罗耀宗　编译）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾德温·弗卢姆

小盘股 大盈利

18年来，罗纳克(Roanoke)资产经营公司对小盘股一直情有独钟。在弗吉尼亚的印地安人语言里，Roanoke的意思是“钱”，事实上，该公司的表现也的确名副其实。从1991年9月至1996年9月的5年里，罗纳克公司年均回报率高达24.1%，而标准普尔500指数和Russell 2000指数的年均回报率分别只有16.6%和21%。

虽然罗纳克公司一直表现不俗，但当我1996年7月份在汉普顿撞见艾德温G·弗卢姆时(他是罗纳克公司三大合伙人之一)，却绝对没有想到他竟然也会如此焦虑。当时，罗纳克公司持有的一只高科技股票——Adaptec，一下子跌去了15%(股价从47美元降到了40.25美元)。所以几个月后在专门拜访艾德温时，我就把它作了由头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾德温，Adaptec 怎么样了，反弹了吗?

是啊，现在已经卖到 63 块了。

真不错，但这不正好说明了投资小盘股风险很大吗?

不能这么说。当然，投资小盘股的确受不确定因素的影响较大，但如果做得好，同样也意味着较高的投资回报。

那 7 月份时它的大跌又怎么解释?

当时整个市场都往下跌，小盘股首当其冲，我们当时就损失了 12%。

这么说起来，你认为投资小盘股"只是受不确定因素影响较大"而非"风险较大"，这岂不是在玩文字游戏吗?

不对。实际上，Adaptec 在 9 月份的一周内就爬升了 28%，这意味着我们不但收复了失地，而且还有了新的斩获。

那么你现在看好什么股票?

我们主要投资于三个行业：技术行业，占了我们总投资的 18%；医疗保健业，21%；电信业，28%。

能具体谈谈吗?就从医疗保健业开始吧。

医疗保健业是一个年产值上万亿美元的产业。目前，该行业正在进行深刻的结构调整，一些企业丧失了原有的优势和市场份额，而一些成长中的企业则抓住机会迅速填补空白。因此对一些小企业来说，目前正是难逢的发展良机。

你为什么会看好电信业?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也是个年产值上万亿美元的行业。目前其内部也正起着变化：长途电信公司想介入短途电信业务，短途电信公司也想提供长途服务，而一些有线网络公司则欲两边伸手。虽然比较稳定的格局尚未形成，但我们看好那些提供网络运行设备的公司，比如说 Comverse 科技、Cascade 通讯等等。

在电信行业内，你个人的偏好如何？

我最看好 Saville 公司。这家公司不仅为传统意义上的长、短途电信公司提供设备，同时也为电子邮件、传真和其他新的有线和无线电信提供一系列服务。Saville 的股票每股盈利（一年期）高达 40%之强，其股价比我们预期的要高出约 49 倍。

你觉得技术行业的总体情况如何？

如果你注意观察，就会发现：今天的《纽约时报》已不再热衷于诸如美国钢铁公司在哪儿建了几个新厂，或是国际纸业集团又创造了一种新的制浆方法；而是至少用 70% 的商业版面去谈论有关新技术的话题。对于投资者而言，技术概念绝对应在投资组合中占据重要的地位。

能否谈得更具体些？

比如说，西确克系统（Citrix Systems）公司生产一种名为“视窗框”的产品，这种产品能使基于微软视窗的应用程序在任何操作系统下都正常运行。只要装备上这套产品，无论是 DOS、Mac、Unix，还是简单的终端，甚至个人数字化辅助处理系统，都能顺利运行视窗应用软件。这显然是一个独一无二、潜力巨大的产品，投资者没有理由对此视而不见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前不久我还注意到西确克的市盈率高达 80 倍。

是啊，而且西确克目前还未遇到竞争，其年盈利正以至少 50% 的速度增长，它的市场潜力真是不可估量啊！另外，Adaptec 作为 scuzzy interfaces 领域内的主力也格外引人注目。

什么是 scuzzy interface?

实际上就是计算机接口技术。由于计算机结构不断创新，处理器能力不断增强，如何提高计算机与配套的打印机、光盘等等附件的对话能力就成了当务之急。计算机接口技术的应用加快了计算机向配置的附件输出信息的速度。Adaptec 作为该领域内的主力，目前占据了约 70% 的市场份额。我们还握有大量数据转换公司(Data Translation)的股票。该公司生产一种被称为“媒体 100”的图像处理器，这种处理器能一帧一帧地编辑图像，制作特技，做标题等等，市场潜力也很大。

你的投资组合听起来很不错，但也同样有风险，是吗？

我们总得面对风险，投资一个只有十年历史、年收入 2 亿美元的公司肯定会比投资像可口可乐这样的巨人所带来的风险要大。但小公司更高的投资回报和更大的增长潜力，是能够平衡这种风险的。从短期看，小公司的不确定性比较大，但从一个较长的时期来看(比如说 5 年或更长)，大、小公司在不确定性方面的差别并不大，与此同时，小公司带来的回报往往更大。

5 年前，我们曾买入圣人(Oracle)公司的股票，那时它的股价还不到 10 美元。这家公司曾一度非常困难，但他们拥有一项独一无二的技术，这项技术最终给他们带来了巨大成果。从那时算，该公司股票已经上涨了 15 倍。这期间，不少投资者都因该股票上涨得太厉害而相继抛出。虽然现在我们已不再投资圣人公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司(因为它已不再是小公司)，但我们那时确实干得很好。投资小盘股最重要的一点就是：要时刻清醒地意识到你看好它的原因，只要条件没有改变，就要坚持下去。

要做到这一点还真不容易。你怎么知道以后的情况会如何变化？不管怎么样，市场总有不景气的时候，到时小盘股就惨了。投资者肯定都想在灾难降临前尽早抽身，不是吗？

其实投资者投资小盘股(尤其数额巨大)时，大都有明确的抛出原则。就拿我们来说，如果投资的股票价格已经达到或超过我们的预定价位，或者在我们的投资组合中所占的比重已超过了7%，我们就会抛出了。另外，基本面情况出现了不利变化时，我们也会考虑抛出。

如果已到达抛出条件，而基本面情况却在向更有利的方向发展，这种情况下你会怎么办？

确实有过这样的情况。我们曾大量持有攀登(Ascend)通讯公司的股票。该公司生产国际互联网调制装置，其股价曾有在15个月中上涨10倍的记录，那时其实已经满足了我们的抛出条件。但就在这期间，该公司产品成为计算机进入国际互联网所必须装备的部件，同时，该公司1996年第三季度的收入增加了两倍，每股盈利从7美分上升到29美分。在这种情况下，就不应机械地固守某一原则，而应根据变化了的情况，结合产品的市场潜力加以分析。我们认为，攀登公司是该行业的领头羊，更重要的是它将来很长一段时间内都不会遇到竞争，其市场潜力不可估量，于是，攀登公司的股票多次打破了我们“不超过7%”原则。

“7%原则”是不是出于“不要把太多的蛋放在同一个篮里”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的考虑?

是的。我们的投资组合中一般都包含40到50种股票，并且任何新投资都不会超过投资总额的2.5%。这样的话即使局部出错，也不会危及全局。

除了上述三个行业外，你们是否还投资其他行业?

我们还投资了1家石油天然气公司和4家零售公司，我们最偏好的零售公司是Corporate Express。该公司向大公司提供办公日常用品，目前在国内尚未有在价格和服务上能与之相提并论的对手。

现在不少人都认为小盘股不行了，你对此怎么看?

应该从两个方面来看。小盘股过去的表现比现在辉煌。另外，目前小盘股后面的推动力量已不仅仅是投机获利行为，更主要的是商业趋势和更深层次的经济动力。

我忘了问，你看好市场吗?

当然。7月末我们是净买入。

如果我没记错的话，那时候Adaptec公司的市场表现不是有点不妙吗?

是啊；如果我也没记错的话，在同一时期，当AT&T宣布它第三季度的业绩不尽人意时，它的市场表现也很不稳定。现在市场的波动性很大，所以，关键的问题是要多多研究公司的基本面情况，然后再作投资决策。虽然Adaptec下跌了15%，但我们认为那是一个绝佳的买入机会。

(杨　超　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马克·豪勒威斯克

来自巴哈马的基金英雄

在现今竞争激烈而残酷的基金业中，36岁的马克·豪勒威斯克已久负盛名。立足于巴哈马的豪勒威斯克主管着三种共同基金，均是坦普雷顿(Templeton)旗下表现最出色的。其中包括由41年前的传奇人物、投资专家约翰·坦普雷顿(John Templeton)创立的发展基金。豪勒威斯克多年来一直致力于全球经济发展状况的研究，并慧眼独具地挖掘了许多价格低但成长性高的股票，获得了巨大成功。在过去的5年里，他管理的发展基金年均回报率达15.1%，而MSCI世界指数的增长仅为10.9%。

先聊聊世界股市。有迹象表明日本股市现在正逐步回温，人气也已有很大改观。你在东京市场有投资吗?

没有。即使官方公布了一连串振奋人心的经济数据，但日本股票市场要真正回温尚需要一段时间，日本非金融公司的营业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润率可能从现在的3.25%左右提高到4%，接近或达到历史最高水平。虽然许多分析家认为这些公司的净利润率会从现在的2.5%升至80年代末曾达到过的3.5%的最高点，但我们对此表示怀疑。尽管各公司的利润率有不同程度的增长，但其中部分原因是股票市场和房产市场的投机泡沫，人为哄抬而成的。这种过分投机的现象现在正逐年减缓，但仍有许多坏帐留下。日本国内债务占国民生产总值的比重高于美国。它有4000亿美元的银行呆坏帐，而美国的存贷问题(S&I)虽然也十分严重，但总数远远低于日本，不超过1000亿美元。再来看看日本那高得离谱的股价，市盈率至少有80倍，而且这已是考虑到帐目出入而调整后的结果，就算盈利翻一番，市盈率也仍有40倍之高。

日本股市中有你喜欢的个股吗？

我们对索尼公司十分感兴趣。

在东京市场上，索尼股价与1997年的预期利润比为57。相比之下，它在纽约证券交易所上市的美国信托证券的价格与预期的1997年3月的利润之比为35，而且随着索尼公司盈利开始进入一个大的增长期，它的市盈率在今后两年里肯定会降得更低。日元对美元呈弱势也有利于索尼公司，同时通过裁员和减少存货，索尼又降低了成本。当人们谈论着高科技所创造的种种奇迹时，索尼已经把日新月异的科技进步用在了它的零售商品领域。它刚刚推出一款新电脑；可储存大量音乐、影像和电脑资料的DVD系统面世后，也一定会像随身听和CD唱机一样流行起来。

最近，新兴市场在1993年达到鼎盛之后，一直在低谷运转，风光不再，它们是否还有再创辉煌的可能？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我看来，这些新兴市场的成长始终没有停止过。目前它们的市场价格远远低于鼎盛时期，对投资者来说实则是一件好事，当美国和其他地方的股市指数居高不下的时候，几乎所有新兴市场都远离了它们的巅峰。

对于美国投资者，利用这种机会的最明智的方法是什么呢?

前些年，由于美国市场价格波动较大，我们吃了不少亏。我们手头美国市场的股票1993年还占我们持有股票总数的55%，现在已经削减到22%。尽管这样，通过选择美国市场的股票，如波音公司，我们还是有许多方法来分享新兴市场的发展所带来的好处。波音公司是全球顶级的商用飞机供应商，飞机订单正在增加。亚洲民航规模每年增长20%，而亚洲的航空公司又富得出奇。新加坡航空公司约有4.85亿新元的现金，轻易就能开出支票订购飞机。亚洲飞机数量相对于其人口和民航发展的规模实在是太少了。比如国泰航空公司，它是亚洲主要乘运公司之一，但只有50架飞机;而美国航空公司则拥有庞大的600多架的飞机队伍。

其他类似的美国公司股票包括美国友邦保险公司和花旗银行。美国友邦收入的一半以上来自海外业务，并且它是被准许在中国开展保险业务的几家外国公司之一；花旗银行在诸多新兴市场中有很大的份额，尤其是在拉丁美洲。

说到拉丁美洲，那里股市一直低迷徘徊，让投资者们信心全无。现在你看这些市场的情况如何?

大多数新兴市场在墨西哥危机后相继滑坡，巴西和阿根廷也未能幸免于难，前几年市场发生萎缩。但自从墨西哥危机发生后，我们就开始投资于这两地的市场。人们对我们的行为表示很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不理解，因为在美国，一个熊市可能意味着你的钱在 13 个月后丢失 20%，然后再花 21 个月随着市场好转而恢复到原来水平，许多投资者会被这种情形吓坏的。在新兴市场中，情况则更加恶劣。以墨西哥为例，在股市萧条中，市值跌去了 78%，这样的下跌幅度在其他新兴市场实际上也屡见不鲜。尽管如此，每一次市场回升，都还是产生了大笔大笔的盈利。总体上，我们在拉美投资的增长幅度已经从 1994 年的 2%上升到今天的 10%。

我们偏爱电信股。因为这些股票曾是最先被大众购入和抛售的。巴西的布拉士电信占了我们在巴西全部投资的一半以上。

能源领域好像挺适合你的投资策略，那么能源板块是不是真的很吸引你呢？

太对了。印度和中国的石油消费平均每人每年少于 1 桶；在美国，却是 23 桶。如果印度、中国的消费水平达到 5 桶的话，那么两国的石油需求将等于石油输出国组织现在的总生产量！这当然不是一蹴而就的事。全球范围内，我们喜欢阿根廷的 YPE 阿诺尼迈和法国的 ELF 阿基坦石油公司。我们发现，投资能源股，选择法国的石油股票是个有效的途径。我们也挺喜欢瓦利诺能源公司和美国的几家炼油厂，即德士古(Texaco)和太阳(Sun)公司。瓦利诺能源是一家渣油精炼厂，处理分馏石油取得汽油时伴生的黑色渣油。近 15 年来，美国没有再兴建大型炼油厂，面对日增的需求，生产设备已利用到了极至。这就是为什么美国汽油价格持续上涨的原因之一。

除了你刚谈到的那些股票外，欧洲还有没有其他有价值的板块呢？

欧洲很像 80 年代初期的美国，成本很高，公司雇佣了太多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的工人，同时产品却不如期望的那么好。不过我们比较欣赏瑞典的富豪(Volvo)公司。它曾一度想发展成为一个综合企业集团，但后来惨败，最终它专注于小汽车和卡车的生产；还有荷兰的菲利浦电子(Philips Electronics)，它是电子业的巨人，同时也是宝丽金公司的大股东。这两家企业都有良好的业绩，从而使其主要竞争对手的股票价格大打折扣。

(陆海纳　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·罗弗

滴油成金

石油板块现在颇不引人注目，但其上升速度之快让人叹为观止。分析家认为石油板块是下一个市场热点所在。

如果让你列举一下目前市场的热门板块，你一定会如数家珍般地说科技股、医疗股——那些也常常是各类股评文章所津津乐道的。但经济的不确定因素决定了市场热点的频繁更替，石油板块将是这个变幻莫测的市场的一个新热点。

前不久，道指创下了一上午就狂泄150点的记录，但豪利布顿(Halliburton)和史莱伯格(Schlumberger)这些石油公司的股票逆势而上，不跌反涨。到1997年10月28日止，年内该板块整整增长了57%，而1996年该板块的增幅也达28%。因此，我们可以这么说，石油板块这两年的增长实际上已经大大超过了炙手可热的、以网络股为代表的科技股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，石油股也不是在每个时期都保持这种快速的增长势头。在1985—1995年这10年里，石油板块一直低迷不振，也少有投资者问津。而摩根·斯坦利公司的约翰·罗弗(John lovoi)就在这时开始注意到这一板块。在1995年，像里丁·贝茨(Reading Bates)、全球海上(Global Marine)等公司的股价比它们80年代初的价格差了一大截。

虽然时过两年，现在人们已经捡不到这样的便宜货了。华尔街的投资顾问们也愈来愈钟情于石油股。其中现供职于摩根·斯坦利公司休斯顿分部的罗弗在投资石油股中可谓“成效卓越”。他毫不掩饰地说:“我不像其他分析师只推荐两三个石油股，对这一板块我有充分的信心，我至少会推荐16家优秀的公司给我的客户。”

也难怪他这么兴奋，因为在当今华尔街的分析师中，他或许是最早涉足能源行业，并投资于此的专业人士。罗弗的父亲是一个地球物理学家，因此他从小对“喷油井”之类的词便耳熟能详了。1995年，在进入摩根·斯坦利公司之前，他曾在第一波士顿投资银行中供职，也当过Driller Baker Hughes的财务助理(这家公司现在也是他力荐的一家公司)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在看来，石油板块势头很强，但前几年，石油板块却很不景气，那它为什么一下子又“火”起来了呢?

现在这些上市公司可谓“久经考验”。因为它们都经历了80年代的行业不景气和90年代的行业内企业合并大潮，“优胜劣汰”，因此这些公司都有相当的竞争力。比如说，1981年，美国约有5000家石油开发公司，到了80年代中期，只剩下了600多家。那时候，石油行业总的来说是供过于求，因此，油价剧跌，许多公司也被迫“出局”。目前石油行业的供求关系已经差不多调整过来了，美国国内对石油的需求大大增加，可以说目前处于供不应求的状态。

同时，愈来愈多的新科技运用到石油勘探和开采中，大大降低了生产成本。比如说像“三维地震析像仪”在石油业中的运用，使得深海开采也变得经济可行。

那么，具体谈一下这些石油公司盈利的增长情况吧。

提供勘探和开采服务的公司，在过去两年它们的盈利以每年50%的速度递增。自1995年以来，近海石油开采的盈利也以每年翻一番的速度上升。

听起来，他们不是在开采石油，而是在开采黄金，这么好的发展势头能持续下去吗?

我看好这个行业有我的道理。我认为在未来的3至5年的时间里，那些提供勘探和开采服务的公司的盈利会以每年30%至40%的速度递增。

从1960年起到1980年，这个板块的年增长率比标准普尔指数的增长率平均高出20个百分点。但进入80年代以后，直到1995年，这个行业的表现的确不尽人意。去年和今年这个板

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

块有所回温，因此，现在有部分分析师认为，石油行业又回到了1979年的情景，股价马上要往下走。但我却认为现在的情景跟1969年差不多，也就是说新一轮的增长期刚刚开始。

从经济学最基本的供求关系来分析，由于现在新兴市场发展经济必然要用到石油，因此全球范围内对石油的需求量也会大大增加。这些都是对石油行业的利好因素。

如果投资这个行业的话，你对个人投资者有哪些建议呢？

我首先推荐史莱伯格公司。它就好像是能源行业中的英特尔公司，它每天的产量与美国其他石油公司的总产量相当。它不仅在开采业中举足轻重，而且也提供资讯和勘探服务，帮助其他公司进行可行性研究。

目前，该公司的股票每股87美元，我看它的股价在12个月内可以达到105美元，甚至更高。在未来的三年时间里，该公司的股价可能还会增值75%至100%。

听起来很吸引人，除此之处，你还推荐哪一家公司？

我喜欢那些在近海开采石油的公司，比如说，钻石海域(Diamond Offshore)、恩斯科国际(Ensco International)。钻石海域在深海开采中占有极大的份额；恩斯科国际则在浅海开采中处于绝对的领先地位。新科技的运用使得有些看起来不可思议的地方都有开采价值，我说的这两家公司也是靠先进技术取得有利地位的。恩斯科现在的价格是40美元，在12个月内它的价格可能达到58美元；钻石海域的股价是60美元，12个月内它的价格估计能到80美元。

刚才你提到的都是些出名的大公司，有其他你喜欢的小公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司吗?

当然，还不止一个。比如说 BJ 服务公司，它们通常在油井里建立一个金属的套管，然后把各种液体压进油井，以此来提高出油率。该公司目前的股价是 82 美元，我认为在 12 个月内这个价格会到达 100 美元。另外一个是史密斯国际集团(Smith International)，它的股价现在是 77 美元，我看会涨到 110 美元。

听起来石油板块的业绩就像油井里的油，汩汩地不断向上冒，但对投资者来说，他们应该注意哪些问题呢?

有两个地方要引起投资者的注意: 一是全球经济的总体态势。如果全球经济衰退，特别是新兴国家的经济发展速度放缓的话，对石油的需求量必然减少，那么石油价格也肯定下跌。当然类似 80 年代这样的行业大萧条是不大可能出现的，但石油公司的盈利下跌是不可避免的。二是万一欧佩克决定增加石油产量，也会造成石油价格下跌。

还有对石油工业不利的因素吗?

要对全球经济作一个准确的预测是很困难的。在我看来，尽管前不久东南亚出现金融风波，但还不至于对全球经济造成毁灭性的破坏。欧佩克也应该明白，单纯增加石油产量对它们也未必是一件好事。

(郑晓舟　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查尔斯·弗里曼

温莎基金的新主人

1996 年，当名噪一时的前卫基金集团下的温莎基金(Windseor Fund)的掌管人约翰·内夫(John Neff)挂起帅印后，很多人担心接任者查尔斯·弗里曼(Charles T.Freeman)是否能够使温莎基金一如既往地保持它骄人的业绩。现在看来，这种担心无疑是多余的。自 1996 年 1 月弗里曼接管帅印以来，这个资产达到 220 亿美元巨型基金的表现一直超过标准普尔 500 指数。事实证明，弗里曼决不逊色于他的前任。

当然，弗里曼的出色表现并不是靠一时的运气，一半得归功于他丰富的投资经验。现年 53 岁的他，在温莎基金中整整工作了 28 个年头。因此，他对温莎基金一贯的投资风格可谓是耳熟能详。

他喜欢投资那些非常有名，但市场并不看好的大公司。另外，他也特别注重股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的内在价值。在温莎基金的投资组合中，平均起来，股票的价格是1998年预计每股收益的12倍。当入围标准普尔500指数中的个股平均市盈率为20的情况下，他选中的个股无疑都是“千里马”。另外，他还非常注意“集中火力”投资。尽管他的投资组合中约有120种股票，但前10位占了总投资额的30%以上。

对于出色的基金经理，人们最想知道的不外乎一点：他们现在握有哪些股票。弗里曼坦言，排在第一位的是花旗集团，接着是AT&T。弗里曼说，尽管AT&T的市盈率为20，但市场并不看好。让人吃惊的是弗里曼居然把克莱斯勒请出了他的“十强榜”，让福特汽车取而代之。名不见经传的法国Phone-poulenc化工公司也是弗里曼非常中意的一个股票。

弗里曼，你为什么要大幅度削减克莱斯勒公司的股票持有量呢？

我们研究发现，目前市场上轻型车的赚头很少，远远低于我们的预计，因此我们毫不犹豫地大幅度削减了克莱斯勒公司的股票。与此同时，我们发现福特公司在经营上有了较大的突破，于是我们增加了福特公司股票的持有度。今年第二季度，福特公司的每股收益达到2美元，这意味这个公司每股的年收益至少为5至6美元，即它的市盈率不会偏离20，这也与温莎基金一贯的投资风格相符。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从公司经营上说，福特公司近年来一直实行削减开支的管理策略。同时，它们目前推出的探险车月销售量达到 2 万辆，利润相当可观。另外，据我们所知，福特公司有可能出台一个大规模的股票回购计划。最重要的一点是，我们得知他们正考虑出售下属第一资本(First Capital)公司的 80%的股份。那家公司是福特旗下最大、也是经营最出色的金融公司，它创造的收益每股为 65 美分。该公司分离后，就福特汽车公司而言，它的市盈率只为 9 至 10，而金融公司的市盈率则在 20 左右。

跟我谈谈 Rhone-poulenc 公司的情况吧!

那是法国最大的公司之一，但它常常被列入古老破旧企业的队伍里。其实，该公司 20%的资产虽是属于"古老破旧"的化工企业，但 80%的资产是属于新兴的生物技术公司。真正引起我注意的是，这家公司在疫苗、动物药品、保健品的生产上都处于世界领先地位。另外，这家公司还是世界上最大的杀虫剂、改良种子等的生产厂家。据我估计，该公司 1997 年的利润可以比上年增长 20%。

哥伦比亚的 HCA 公司也是温莎基金喜欢的那一种：大公司、有名气，但市场不是太看好。投资这样的公司难道不会引起争议吗?

让人说几句总是难以避免的，现在我们几乎成了众矢之的。我们买进的平均价格在 34 美元左右，现在该股的价格仅在 29 美元上下波动。正确与否的界限只是一个时间问题。很多时候，我们只能让时间来证明我们是对的。当然，现在 HCA 公司的名声不太好，但我不认为这会对它的盈利产生很大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不觉得关于该公司好坏的争论已经成为社会上的热门话题了吗?

当然，该公司的总裁几乎是家喻户晓了。关于这个争论，我们要明白一点，他的所作、所为、所言都与政府保持一致。回头仔细一想，该公司提供的医疗服务的质量还是很高的。虽然它的内部经营上有问题，但我不认为它存在欺诈行为，或者它的利润被大大夸大了。另外，据我们研究，由于该公司流动资金充足，而且停止了进一步扩大规模，这就说明他们很可能会动用资金来回购股票。

就是这些原因让你下决心买了这个股票吧?

我们买入这个股票跟它的价格毫无关系。我认为该公司可以在很短的时间里降低它的经营成本，而且它们从事的业务可以产生直线型的杠杆效应，因此，我认为只要给它一点点时间，它就会重振雄风。

弗里曼的选择	价格(美元)	评　　价
福特汽车	45.12	可能出台一个大规模的股票回购计划。
Rhone-Poulenc	40.50	该公司今年的利润可比上年增长20%。
哥伦比亚/HCA	28.75	它从事的业务可以产生直线型的杠杆效应。

(郑晓舟　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈克·吉丁

井底也能观天

迈克·吉丁对自己的事业有充分的信心。他这样忠告人们说：海外投资能够使你的投资组合多样化，提高抗风险能力；虽然华尔街股市的市值将近占了全世界股市市值的二分之一，但如果投资者仅仅局限于美国本土，那就很可能错过一些绝佳的投资机会。

他的话听起来仿佛很有道理，但还是要让具体的数字来说明问题。

粗粗一看，我们会觉得这几年世界其他地区的股市增长速度远不如美国股市。吉丁针对海外投资建立的创立者保障基金(Founders Passport Fund)在过去三年的年平均增长率为13.9%，而标准普尔指数却以每年22.3%的平均速度递增。

正像一面棱镜，不同的角度折射出的光芒也不同，这几个数字换个角度来看也有所变化。特别当我们研究国际投资这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个问题时，做一些比较是非常必要的。据利珀分析事务所(Lipper Analytical Services)的资料显示:在众多的国际小型长期投资基金中，吉丁所管理的创立者保障基金名列业绩榜榜首。

年仅35年的吉丁，正处于事业的黄金时期。他在做毕业设计时通过比较研究发现，仅仅投资于那些有海外业务的美国公司不能称之为国际投资，真正有效的高利润的国际投资应该放眼于世界。现在，身居美国丹佛市的他把目光投向了国际市场。有人疑惑地说，丹佛是这么一个平静的小城，吉丁身处于此却做着国际投资的生意，好比井底观天，不合适吧。

吉丁的解释打消了这些疑惑：首先，借助现代化的高科技通讯工具，他可以与世界各个角落随时保持密切联系；其次，他不时地飞往全球各地，了解他所投资的某个具体市场，或某个公司的情况。仅1996年一年，他就到过11个国家、300多家公司。事实上，吉丁认为居住在丹佛这样一个并不繁华的小城市，对他的事业是非常有利的：当我们早上去上班时，欧洲市场仍未收市；当我们晚上下班回家时，远东市场已经开市了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前美国经济形势较好，美国股市蒸蒸日上，各大公司业绩都相当不错。有人认为投资海外市场还要冒汇率变动的风险，投资国内市场就足够了，对此你怎么看?

首先，我们得讨论一下究竟什么才是风险。在过去的10年里，相对某些国家的货币而言，美元实际上贬值了50%，这等于说，如果你的投资组合以美元为主导的话，风险相当大。这一点，很少有几个美国人去想，因为他们数来数去都是美元，没有比较就没有感觉其中的变化。

是不是像很多国际基金经理一样，你也试图做外汇的套头交易?

事实上，外汇的套头交易很难做得漂亮出色，特别在一些小国家里做这种业务更难。更明确一点说，购买我们基金的投资者主要是想让他们的投资多样化，除了美元，还包括其他国家的货币，这样就提高了抗风险能力。如果做外汇的套头交易，就与我们的出发点相悖了。

在你的投资组合中，1/5的资金投资在英国市场，另1/5则在德国和法国，这是不是表示你特别看好欧洲市场?

首先我要申明的一点是我在投资的时候，并不是有意地避开一些国家，或选择一些国家。我唯一的选择原则是寻找最有增长潜力的市场。从我们基金成立至今，我们对英国市场的确一直比较重视，这是因为在美国、日本之后，英国是世界第三大股票市场，另外，英国有许多非常好的企业，特别是近几年电信业发展得特别好。

在所有海外投资中，哪一家公司你们的投资最多?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德国的 MLP 公司，这是目前欧洲发展最快的人寿保险公司。这家公司非常有开创性，他们现在的业务还包括医疗基金和多种多样的年金保险。他们还非常注意开发潜在的客户群。比如说，他们对一些学医的和学工科的学生提供保险，这批人一旦工作后，就变成了相当忠实的顾客。另外，他们还拥有一支精明强干的销售员队伍，并通过提高佣金、发放红利等方法给出色的销售员以鼓励。这些在欧洲的保险业中是不多见的。这几年，该公司的营业额与盈利都以 30%的速度增长。

请你简单介绍一下其他欧洲国家的情况。

我先说一下荷兰猎人道格拉斯(Hunter Douglas)公司。这是一家生产窗户的配套设备以及百叶窗的公司，包括几个非常有名的品牌，其中包括西好迪 (Silhouette) 和露明耐特 (Luminette)。它们的产品主要销往美国市场，所以如果美国经济形势好，美元走强，则对该公司大有裨益。它们的产品在欧洲也有很大市场，因此如果欧洲经济形势好的话，它们亦能从中受益。近几年，它们的盈利以 20%左右的速度递增。

说到法国，就要说一说吉伯特(Guilbert)公司。这是一家办公用品代理商，业务遍及欧洲，其英国分公司是英国最大的办公用品代理商，公司的年收益以超过 25%的速度增长。

最后，我要说的是英国最大的独立酒吧经营商——威瑟斯普(J.D Wetherspoon)。通常，一提起英国的酒吧，人们脑海里浮现的图像就是：一个拥挤的店堂，灯光昏暗，烟雾缭绕，加上一些非常粗糙的食物。而 Wetherspoon 下属的酒吧却恰恰相反：店堂宽敞、明亮，提供的食物精致而美味，还有各种品牌、各种口味的啤酒和特别设立的非吸烟区。该公司所做的，是对英国酒吧业的一次革命和创新。无论是单身贵族、家庭聚会，还是三五知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己，到 Wetherspoon 的酒吧，都能在环境优雅舒适、富有情调的地方度过一段非常美好的时光。近几年该公司以超过 50% 的年增长速度发展。

吉丁的囊中之宝

股　票	评　价
布莱德克斯 (巴拿马)	一个刚刚兴起的拉丁美洲金融机构
吉伯特 (法国)	办公用品代理商，有不可估量的发展潜力
宝时捷 (德国)	该公司的 Boxster 车型非常成功，其 911 系列销量不断上升
泰勒比萨 (西班牙)	该公司去年的增长速度超过 40%
威瑟斯普 (英国)	英国最大的独立酒吧经营商，业务正渐入佳境

(郑晓舟　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃迪·考斯 尔

市场近乎完善

派思·韦伯公司的首席投资策略师埃迪·考斯奈尔是个不同寻常的人。与其说他是一位基金经理，倒不如说是一个优秀的指挥家——有条不紊地打理着这家拥有6,250个经纪人的证券机构；在1998年1月准确地预测了企业购并浪潮给股市带来的飚升行情，并把数据设备公司列为可能的收购者。他到底有什么不寻常之处呢？

埃迪，有人认为今年市场不可能再给投资者提供两位数的回报率，所以最好的策略是谨慎行事，你对此怎么看？

今年的市场近乎完善，没有通货膨胀，也没有赤字。我们已经连续6年享受了上市公司盈利增长所带来的利益，我认为今年和明年市场还将保持这种良好态势。毫无迹象表明市场将会走低。现在市场价格较高，但这并不意味着投资者不宜入市。高价位只是表示投资者通常可以获得5%—10%的年投资回报率。如果经营得法，同样很有希望赢得两位数的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场已经连续三年提供了超乎寻常的回报，你对此难道毫无隐忧吗？

为什么要忧人自扰呢？我始终相信只有两个因素可能使市场走低：公司盈利较少或是市盈率较低。今年的盈利增长水平将达到8%；而随着通胀率下降，市盈率高了。考虑到亚洲经济走低对通胀的影响，近期内美国通货膨胀率不大可能再度上升。

你如何评价亚洲金融危机可能对美国股市产生的影响？

其实只要稍作计算，你就不会坐卧不安了。构成标准普尔500指数的公司，其盈利的90%都来自于美国、欧洲、加拿大和墨西哥。即使东南亚主要国家的所有美国公司都不盈利，标准普尔指数的盈利增长也只会下降2%。所以，即使在这种情况下，标准普尔的盈利率仍有6%。

我认为对任何投资者而言，亚洲都会在其未来增长中占据重要地位。

不错。在未来20年内，亚洲还将创造奇迹。我所说的只是，在1998年亚洲难现昔日辉煌。

你最近似乎特别关注信息产业。

目前，通胀率较低，市盈率在上升，而信息产业作为成长中产业依然具备着极大的增长潜力。有人认为，由于信息技术今天已十分普及，因此投资信息产业类股票并非最佳选择，但我不这么看。对生产商而言，信息技术的普及正好为其推出新产品提供了巨大的需求和现实可能性；而目前实际上还只有40%的家庭装备了常用的信息技术产品。由此不难看出信息产业的巨大潜力。但消费者需要的不是驱动器、光驱之类部件，而是康柏的硬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件、微软的软件以及与《纽约时报》的信息结合而成的成熟消费品。

你关注的另外一个焦点似乎是企业购并，你怎么就这样肯定类似于 M&A 飚升行情还会继续下去？

在经济减速阶段，企业家常常是更急于获利。问题在于：如果你无法增加销售量，也无法提高售价，你还有别的办法增加盈利吗？方法其实也很简单：你把别人的东西买下来再卖出去，赚取差价。

除了数据设备公司(DEC)以外，你还有其他比较看好的公司吗？

我们的投资组合中还有 5 家公司属于购并板块。

第一家就是美国在线公司(America Online)，该公司控制了 38% 的家用英特网服务市场，为广大客户提供方便、切实的服务。

Nextel 是一家无线电话通讯公司。由于 1998 年 1 月 1 日起取消了对外国投资者入股美国电话公司的限制，早想在美国取得更大市场份额的一家英国公司和一家德国公司均欲染指 Nextel。

Nipsco 由于为投资者进入伊利诺斯州北部巨大的电力市场提供了便利，也将成为购并的热门话题。

在医药行业中，同样有不少购并题材。我最看好的是 Sofomor/Danek。该公司在脊髓注输市场上占据了统治地位，并将成为一家有意涉足矫形市场的大型医药公司的猎物。

Sunbeam-Oster 同样公布了其购并计划。

(杨　超　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·坎贝尔

投资蓝筹股

约翰·坎贝尔是高盛公司（Goldman Sachs'）"个人投资咨询中心"的主管，该中心主要为投资额在500美元以上的客户提供服务。坎贝尔三年前就选定了一个有20～25只蓝筹股的投资组合；今天，该投资组合的年投资回报率为36.4%（标准普尔500指数的相应回报率为30.2%）。同时，由于该组合着眼于长期投资，其税收负担比其他共同基金都来得轻。

你说过"投资不仅仅只是一种行为，更是一种带有哲学意味的东西"，这句话怎么理解？

这是说，投资应该遵循简明的原则。你不可能也没必要人云亦云，到处跟风。你只要选择行业最优、管理卓越、股价适中的投资对像下注，这会包你成功。

问题在于，作为投资者，该如何去确定"最优行业"？

首先，你应该了解这个行业，当然这个了解的过程是渐变而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非剧变的。接下来，挑选该行业中生产优质产品的优秀公司。这些公司应该具有可持续的行业竞争优势，应该具备把投资者利益置于重要地位的高素质管理层。比如 Procter & Gamble，该公司四分之一的股东为公司管理人员、公司雇员和退休人员。在这种情况下，公司不可能忽视股东的利益。同时，我们所选定的投资对象，其每股盈利水平在过去 10 年中至少应该有 10—12%的年增长率，并且在今后三年中也将维持这一增长。最后，我们的投资对象应该能在过去 10 年中给投资者提供 17%以上的年均投资回报率，而且这一比率将继续增长。

那么你在选定投资对象后，又是如何选择入市时机的呢？

首先，我们认为美国国内在当前低利率、低通胀的情况下，20 倍的市盈率属于比较正常的水平。就具体投资对象而言，我们主要考察其市盈率水平在整个市场和所属行业中所处的地位。不可否认，我们在投资组合中的股票通常都是溢价交易，但如果考虑到它们的盈利潜力，它们的交易溢价还会更高。1985 年以来，高盛公司的“大盘增长股指数”已超过标准普尔 500 指数 29%，同时前者的盈利增长水平则高出后者一倍。目前，我们投资组合的市盈率平均水平比标准普尔 500 指数约高 23%。

选择投资对象，我们认为，最重要的就是要选准行业和管理层。在这个基础上，再考察具体的市场表现。如果我们入市价格高了一点，没关系，只要上述两条抓住、落实了，我们一样会如愿以偿。

即使是你非常感兴趣的一家大公司，在某些价位上你也不会进入的，是吧？

是的，比如可口可乐，我就一直想投资，但价位太高，终于还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是没有买。

你抛出股票时是根据什么原则?

如果公司的基本盈利能力确确实实发生了不利变化，我们就会抛出。

记住一点，浮动、变化不定并不是风险。风险是指公司盈利能力降低的可能性——不管这种盈利能力的降低是由于产业状况的变化或是其他因素。举例来说，我们曾握有《读者文摘》的股票，但当该公司新的市场开拓策略失效后，我们意识到该公司已难现昔日辉煌，于是立即抛掉了该公司的股票。

你选择了一个大盘股的投资组合，这是市场大势所趋还是你个人偏好?

是后者。规模效益在今天其实是一大竞争优势。大公司往往能够在信息技术方面进行大手笔投资；能够有实力进行卓有成效的新产品或新技术的研制和开发；他们通常还拥有全球性分销网。一位顾客不久前曾对我说过，如果他是在中国的一个边远省份的话，他就只认宝洁公司(P&G)的产品。

你们的投资组合最近是否有变化?

有的。就在今天早上，我们增持了 CBS 的股票，CBS 已经放弃了其跨行业经营的企图，成为全美少有的纯粹从事新闻传播的大媒体。CBS 的董事长大约持有 1000 万股该公司股票，因此他没有理由不关心投资者的利益。

你们最近还买了哪些股票?

1997 年 4 月，我们买入了史莱伯格公司(Schlumberger)的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，希望借此增加能源行业在我们投资组合中的比重。该公司在油田设备及服务领域中占据着无可争议的领导地位，在1982—1994年的行业不景气中，该公司加大了研究开发的投资力度，目前已取得明显效果。在11月份，我们还增持了杜邦公司的股票，我们相信，该公司的新总裁有能力提高其盈利增长能力。我们同时还持有了MBNA股票(1995年3月已持有)，该公司是目前信用卡市场的巨头。

(杨　超　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯·凯利

不经风雨怎见彩虹

肯·希伯尼·凯利号称创造了共同基金业最好的纪录，但或许也是最差的——一切取决于你怎样看它。从开业到1997年1月31日近15年的时间里，他主管的CGM资产发展基金写下了所有基金中最出色的一份成绩单——超过23%的年平均收益率，令整个市场印象深刻。但所有这些似乎也能被一个简单的数字抹杀：-23%，那是希伯尼的CGM资产发展基金在1994年的回报率。由于这个灰暗的数字，外界把它列入了高风险基金的行列(现已对新投资者关闭)。他的另一基金，CGM共同基金，获得同样差的一个三年评估。希伯尼说："我现在不仅仅是处于低谷，我简直就是在地狱。"

外界这种评价会让大多数基金经理感到困窘和难堪，而希伯尼却几乎是以一种骄傲的姿态出现的。他所追求的正是这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与众不同，伴随高风险的或许正是高回报。事实上，他是市场上最活跃的少数几个基金经理人之一，并在1995年和1996年分别以高达41%和28%收益率震惊了市场。

希伯尼喜欢集中投资。他说："如果我认准某个股票是潜在的黑马，为什么不把它在我的投资中所占的比例从2%上升到5%呢？"他不喜欢外界把他经营的基金归类为"升值型"或"增长型"。

肯，你为什么不喜欢外界把你的基金归到某一类呢？

一个基金的长期表现不是简单的"升值型"或"增长型"所能涵盖的。我认为首先要依据市场情况来选择你所喜欢的股票。有一段时期我想通过持有周期性股票来对付经济风险；有时我则希望拥有大量所谓增长型股票——一切视情况而定。这一点可从我过去的实践中看出，1982年我在对利率比较敏感的股票上投入巨资。在80年代中期，它曾是风行一时的增长股。而到了1987年，我关注周期股，投资于像铜铝制造等行业。到1991年，我把45%的资金投资于医疗保健股。

那1994年你主管的基金遭到如此重挫，你认为是哪里出了错？

那一年，许多人认为美国经济状况不是太尽如人意，但我坚信实际情况要比大多数人想象的要好。当时我认为一些基础工业如钢铁、化工和造纸等都将有令人喜出望外的高利润。现在当我们重新审视当时情况，不难发现股价提升的确是由这些工业领域引发的。这些公司的利润相当令人振奋，而这些股票的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现也的确不错。直到 1994 年 9 月底，经济趋于疲软，产品价格回落，于是股票开始暴跌。我度过了一个灾难性的第四季度，那时，我已经认识到整个经济实际上是处于一种相当萧条的状态，于是我就抛掉了那些股票，而买入科技股(科技股在 1995 年的表现相当不错)。

现今你最大的赌注是什么?

我不喜欢"赌注"这个词，我不是在赌，而是在投资。

那好，希伯尼先生，你最成功的投资是什么?

好。(大笑着回答)今天我的投资组合就像是一道大杂烩。因为许多股票已经处于一种相对平稳状态，没有很大的上升空间，因此我更依赖于个股选择。我从不夸口说，"我只打算拥有年增长率超过 25%的股票"，就像许多基金经理那样。

我拥有菲利普·莫里斯(Philip Morris)，因为我坚信这是个成长股。我还有墨西哥 Tubos de Acero 公司的股份，因为它是世界上最大的管道生产商之一，市盈率仍相对较低。墨西哥不是市场热点，但我经过自己的研究调查发现，管道生产是一项非常吸引人的产业。我还拥有花旗集团(Citicorp)的股票。

你如何评价花旗集团?

我认为该公司将以每年 15%的速度增长。它的海外业务拓展十分成功，美国本土的业务也很不错，可以说这也是个成长股。目前它的市盈率是 18 倍，它现在的股价是它 1998 年预计利润的 12 倍，所以它仍有很大的增长空间。我也拥有许多水泥企业的股票，比如下南(Southdown)、美杜莎(Medusa)和单星公司(Lone Star Industries)等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水泥，现在是一个兴旺的行业了。

这是令人厌倦的老话题。在一个对未来利润期望值很高的股市，很少有人对水泥公司的股票有投资热情。近些年来，水泥在市场上的供应比较紧张，同时价格也在提升，但是股票的价格相对还是处于一个低位。举例说，下南公司目前的股价只是它1998年预计利润的8倍。

你最近购买了大量房地产信托投资业的股票，这是为什么?

今天我最喜爱的投资就是房地产了。房地产信托投资在1976年时曾处于股市的主导地位，但后来它的发展没有跟上市场的总体发展势头，目前它开始新一轮上升循环。关于房地产信托投资业，大多数人都没认识到它的投资价值。70、80年代的房地产业包含了太多的泡沫成分，当时，大部分房地产发展商主要从保险公司获得财务资助。90年代初期出现了房地产危机，保险公司的评估机构开始重新审视他们的资助对象，发展商们被迫寻找别的融资渠道，并且不得不向公众转让更多的股份。我们在这一领域有相当多的投资，现在是它们非常重要的合作伙伴。

你最喜欢哪一类的房地产信托业?

旅馆和写字楼。写字楼将是最有利可图的投资项目。目前鲜有新的建筑破土动工，空房越来越少，而租房者会越来越多，相应的租金便会上涨。我认为美国最出色的房地产信托公司是总部设在长岛的雷克森联合公司(Reckson Associates)。他们通常买下一幢空置的大楼或是一栋肮脏破旧的建筑，然后进行改建和装修，这样它们就能以比较少的花费获得较大的资产增长。该公司股票目前的股价是其1998年预计利润的11倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你从事投资业已经有 20 多年了，请问现在你是不是感觉比过去得心应手呢?

虽然过去我曾经尝过这样或那样的成功和失败，但我希望不断尝试具有挑战性的工作。当年我是从一名助理证券经理起步的。那时他们对我说:“嗨，小子，这儿有 70 家上市公司的市盈率只有 35 倍，他们可都是增长股!”我那时对此一窍不通，我是在跌摸滚爬中不断成熟的。当股市开始下跌时，我不断吃进；市场接着下跌，我则继续买进;当这些股票跌到了它们的历史最低价时，我以为自己做成了世界上最成功的买卖。然而在 1974 年，市场暴跌，我所有期望的盈利都消失殆尽，从中我真的学到了不少东西，不经风雨，怎见彩虹?

你认为一名基金投资者可能会犯哪些低级错误?

投资于高市盈率的基金。如果你这么做了，那么当市场下跌时，你的损失将大大高于市场的平均值。1987 年，我的基金遭受了重大打击，它随股市的每一次波动而同步下跌，但又很快反弹加升。相对偏低的市盈率可使它在股市中立于不败之地。

你认为近期股市会怎么走?

股市的走势与进入市场的资金流量有直接关系。现在有一个全球性的共识——股市是最好的投资场所。大笔财富在这个领域里产生，这是前所未有的。我们无法估量将有多少资金会流入美国股市。

我不知道接下来会发生什么，但市场可能还会上涨。但许多人往往就在股指最高的时候冲进市场，因为在一片叫好声中他们已经失去了理性判断投资价值的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资"狂热症"的产生，难道基金业不应该承担部分责任吗?

我认为问题的最终还在于基金的投资者而不在于共同基金的管理公司。人们总是希望股市不要下跌，更希望市场以每年10%的速度上涨。基金经理们有责任劝告股东们不要怀有这种不切实际的期望。但是当公众被市场曾有过的牛气冲昏了头脑时，即使智者所罗门再生也难劝阻他们的非理性行为。

非理性行为包括投资于社会保险投资基金这类事吗?

是的，那是一段时间来我听说过的最愚蠢的一件事。现在还不到把资金从现金或债券向股票大量转移的时候。根据我的判断，今后5年内，国债将主导美国股票市场。当然我不会卖掉基金里的所有股票而转入国库券，因为我所有的个股都是我精心挑选的。

肯·希伯尼的四项选择

他最心爱的股票看起来似乎毫无共同之处

公司名称	股价 (1997年3月4日的价格)	市盈率 (与1998年预计利润相比)	评价
花旗集团	118.13美元	12倍	海外和美国本土业务都相当成功
雷克森联合	45.88美元	11倍	美国最出色的房地产信托公司
下南公司	36.50美元	8倍	我拥有许多水泥企业的股票
Tubos de Acero	16.38美元	5倍	世界上最大的管道生产商之一

(钱 斐 编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯特·艾略奥特

非传统投资的乐趣

如果你不是统治阶层的一员，但却要像他们一样去投资，那就请继续往下读。拥有130亿美元资产的柏赛麦氏信托基金(Bessemer Trust)是一家专为富人们作金融和投资顾问的基金。它成立于1907年，当时是为了帮助卡内基钢铁公司的继承人亨利·菲普斯渡过财务危机而设。现在该基金也为“普通人”管理资金——有5亿美元可供投资——这些“普通人”包括前美国总统乔治·布什、45位高级主管(他们管理的公司名列《财富》杂志1000家公司之中)，以及一帮美国前财政部长，如唐·里甘、尼克·布雷迪和劳埃德·本森等。

这些富人们的钱花得值不值呢?1996年柏赛麦氏基金的证券帐户增长了22.8%，实际上与标准普尔500指数同步上升；但是其3年和5年的平均收益分别是18.4%和11.9%，比标准普尔指数的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19.7%和15.2%要低一些，不过柏赛麦氏投资政策和策略委员会副主席罗伯特·艾略奥特称，他的基金以后一定会增值，原因之一就是基金的投资者承受得起非传统或可转换证券投资所带来的更大的风险。以下就是艾略奥特打算去做的一些风险投资。

罗布(罗伯特的昵称)，如果今天我把500万美元放在你的桌上，你会拿它去做什么?

在我做任何事之前，我会先在纸上列出一个反映你投资目标的指导方针。尽管我们的客户很有钱，但我们还是得帮助他们认识和了解市场。今天来找我们的大部分人都满怀希望，而他们的期冀是建立在过去两年的基础上的，这是有问题的。我们的最低设想是回归到证券市场的平均收益水平。

具体点儿说，也就是……

我们认为股市年回报总是高达16%到17%是支撑不住的，10%到12%的幅度才是正常的。

那是不是意味着我们将有一个回调呢?

有这个可能。基于目前市场对公司盈利的预期以及市盈率不再膨胀，我们预计今年股市将增长8%到10%。

等等，如果你告诉我你预计今年市场只有8%到10%的增长，这当然与你所说的合理的收益相一致，那我何不把500万美元直接投到指数基金中去呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有许多人正在那样做，而且我们首先得承认很多基金管理人的表现在过去几年里不如市场指数，但我们还是相信由人来主动管理比较好，我坚信我们今后一定会增值的。

是通过你所指的非传统或可转换投资吗?

这只是一部分，房地产、风险投资、收购、套利基金，以及其他类似的项目所产生的收益，实际上要超过我们从传统证券市场投资中所能得到的预计 12% 的回报。我们将把每个客户资产的 15% 投在这一领域。

能否列举一个典型的收购实例?

80 年代初，收购实际上是利用借贷资金使一个公司发展到巅峰，然后再将其拆零脱手。现在不同了，因为机构投资者不愿再拆借 90% 到 95% 的债务资金，收购者只能从它们那里得到 25% 到 35% 的资金，所以借贷资金不再起什么作用。今天通常的做法是以收购作为契机进一步使公司发展壮大。

就拿 Overhead 制门公司来说吧，我们是在 1990 年经济衰退房地产业陷入困境的时候，以谷底价买进该公司的。随后我们将其私有化，引进新的管理体制，压缩成本费用，同时兼并了一个拥有著名品牌的车库门锁公司，名叫 Genie，从而使 Overhead 公司的盈利增加到可以卖得出去的地步。最初我们制定的脱手策略是将 Overhead 公司公开上市，后来我们将其卖给了一家日本公司。

你们得到了多少回报?

我们的成本是 9500 万美元。我们卖它时得了 3.92 亿美元，这使我们投资的年回报率达到 33.8% 的水平。大部分收购是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期回报至少有 30%的条件下才会进行的;在风险收购中,预期回报应该更高,比如达到 50%才行。

是不是因为风险回报率不同的缘故呢?

是的。风险投资之所以风险高是因为你处在高增长领域的最初阶段。这里典型的投资结果可能是有两个或三个“本垒打”、三个或四个完全“出局”,其余的均成绩平平,所以你必须有高明的人作指导。而我们能够使我们的客户介入别人往往难以介入的最好的风险投资或企业收购领域。

柏赛麦氏房地产基金是怎么回事,自 1988 年以来,它每年都要亏损 1.4%?

我们犯了一个错误,我们认为房地产业不会再出现 80 年代后期那种大的滑坡,但事实上,由税率、信贷资金和金融机构松弛的借贷所刺激起来的房地产业的过度发展已到了无法控制的地步。

现在是不是又到了应该着眼于房地产业的时候了?

是的。就业方面虽然不会有大的增长,但已足够刺激起一些以前被压抑的需求,如房价、租金等。当然你总是得小心地在股市和不动产之间作选择,我们看好的是房地产业。

你还会把我的 500 万美元投在其他什么地方?

普通股啦。还是假定你 15%的资产投在非传统或可转换证券的投资中,我们会将另 50%投在大盘股里,还有 10%在中小型股票,其余的 25%则投在国际股市上。我们会马上用你资金的三分之一来购买那些我们认为有很大价值的大盘股,剩下的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两部分资金我们将在以后的三到六个月的时间里作出投资安排。如果这期间市场出现5%到10%的回调，这是很可能的，我们就加速对大盘股的投入，尽快满仓。

在中小型股票上我们将赌得大一些，因为1996年这些股票表现不佳。我们在国际股市中的资金将会很快产生效益。外国股市不像美国股市这样已经走得很高，同时有30至35个国际股市可供选择，相信国外会有更多的投资机遇。

日本在你的投资名录上是不是一个很好的逆向投资选择？

是的。日本市场在一段时间内还将面临压力，但是日本政府改革其金融体制的承诺以及日本企业盈利回升的良好前景，都使重新进入这一市场的机会大大增加。最近我们就在三菱汽车、NTT、富士通、松下电气、Sankyo和NKK中增加了头寸。

在你的国际投资组合中还有哪些大热门呢？

我们投资组合中的35%分布在欧洲市场，而其中大部分资金又集中在小型股市里。比如我们喜欢爱尔兰联合银行和爱尔兰银行，它们能直接从强劲的爱尔兰经济增长中收益；我们买了Elektrim股票，这是波兰最大的一家工程公司；我们钟爱的西班牙股票是塞维莱那(Sevillana)电器公司和正以资产值40%的优惠价出售的Vallehermoso物业公司；同时我们还在Telebras 和Telefonica公司的股票上持有头寸，这两家公司是巴西和阿根廷电讯公司的控股公司；我们拥有Citic Pacific，它在一些基础项目如香港电讯和澳门电讯上有很高兴趣；我们还持有菲律宾国民银行和刚刚经历过重组的澳洲银行Wespac银行，以及澳洲最大的金融服务公司Lend Lease公司的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么美国的中小型股票又会如何呢?

我们最看好的是技术板块，我们有27%的资金在技术股里，另有16%在消费领域里。我们最看好的两个技术股是:波士顿技术——以网络为基础的具有高附加值的电讯服务公司;和数字微波(Digital Microwave)——设计、制造和营销高品质的用于中短途通讯的微波无线电产品，该公司产品能以每秒45兆位的速度传输声音、数据和视频信号。

美国第二大书商Borders集团是一个不错的商业股，它正在努力使自己定位成一个在商业中心能提供各种类型文化娱乐商品的高素质的媒介零售商。我们选中的另一只商业股是Viking办公用品公司，这是一家提供全方位服务的办公用品零售商，它根本就不与Staples和Office Depot等著名办公用品公司作价格上的竞争，而是以提供更多的服务来取胜。Viking公司在欧洲的年增长率已经达到20%多，而在德国、爱尔兰和比利时，它一年的增长率要超过50%。

你看中的大盘股有哪些?

我仍然把重点放在高科技产业、非耐用消费品和金融公司上。我们已经瞄准了各个领域里的领袖企业，比如高科技行业的惠普、英特尔、微软和康柏电脑;消费品方面的宝洁公司(P&G)、雅芳化妆品和吉列公司等;在金融行业里，大通曼哈顿银行和花旗银行是最大的同时又拥有很好的资产总负债表和商业银行特权的枢纽银行。

(周莉莎　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威廉·江恩

靠画走势图赚钱的人

任何一本写股市技术分析的书，如果不说说威廉·德尔伯特·江恩(Willam Delbert Gann)的理论就不能称其为完整。利用江恩角度线来分析股价走势，是我们早已熟悉的事，但运用江恩那套神秘的周期理论来分析中国股市，还是近一年来的事。这一方面是因为江恩的著作在国内未曾正式发表过；另一方面是因为周期分析需要基于较长时间的历史资料。中国股市的历史还不长，所以江恩理论现在才在中国兴起，也是一种必然。那么江恩究竟是谁？

江恩于 1878 年 6 月 6 日出生在美国德克萨斯州的卢芙金市，父母是爱尔兰移民。这位传奇式的股票和期货交易巨匠，在他 1955 年去世前的 50 年职业证券交易生涯中，创立了一套独特的理论，把精确的数字理论与几何原理揉合在了一起。江恩利用这套理论，在他的交易生涯中共赚取了 5000 多万美元。这在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时，简直是天文数字。

当江恩还是个年轻的股票经纪人时，他就觉得所有事物的背后，有着一些看不见的因素，正是这些因素影响着股票和期货的价格走势。江恩相信，这些看不见的因素是自然法则的一部分。他在学习了更多的知识后，便系统地发展了自己的理论，并称之为“波动法则”(Law of Vibration)。

在本世纪初，很少有人知道江恩用一种与众不同的交易方法在证券市场上取得了惊人的成功，江恩的哲学和交易记录引起了一家名为《股票行情自动收录机和投资文摘》杂志的注意。1909 年该杂志发表了长达四页的江恩访谈录。向世人介绍了江恩的交易方法。

江恩谈到：“当我们认真回顾一下市场的历史和与此相关的大量统计资料，就会很快发现股票走势的背后存在着一种周期或循环的法则。因此我很快留意股票和期货价格涨跌的周期性再现。我的观察使我更加断定自然法则是市场走势的基础。”

江恩相信世上所有成功的人士——无论是科学家、医生或是商人，在开始他们的事业前，都要对自己将从事的职业进行多年的学习和研究。同样，江恩也花了许多年的时间千方百计地获取证券知识。

江恩说：“经过对已知科学的详尽研究和调查，我发现了证券市场中的‘波动法则’，它可以让我精确测定在给定时间内股票或期货价格涨跌所能到达的准确位置。这一法则可以提前很长时间确定市场变化的动因，并预见其效果。”

最后，江恩总结道：“如果想避免交易的失败，我们就必须分析价格走势的动因。所有存在的事物都以确切的比例和完美的关系为基础。自然界没有巧合，因为数学原理是所有事物的基础。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1909年10月的25个交易日里，江恩在杂志社代表在场的情况下，对不同的股票总共进行了286次交易，既做多又做空。结果264次获利，22次损失，将其初始保证金增值了1000%！

江恩对价格走势的预言和他赚钱的技巧，即便按今天的标准来看也是晦涩难懂的。例如，他预言某个处于165美元的股票只能到达184.875美元，而不会到达185美元，结果真的如此。

江恩认为，每种股票或期货都有它自己的受“波动法则”控制的引力数学中心。但在当时，江恩很不愿意公开他获得这些惊人结论的细节。

1927年江恩写了一本名为《时空隧道》的小说，这是本明显经过伪装的自传，明确地预见了第二次世界大战的发生。这本书不仅充满了强烈的清教徒式的宗教和伦理道德，而且江恩还把自己塑造成“至尊领袖”和救世主。江恩在序言中写道，读者若看一次，会得到一个爱情故事；若看两次，会开始明白书中道理；若看三次，便可掌握未来。

这本书是一段极端自我的表白，但我们也许不难理解江恩为何把自己看成是那个时代的万能者。毕竟，当一个人在市场上赚取了数千万美元后，就可能颇有点“得意忘形”了。

幸运的是，江恩并没有走到极端，而在后来逐步端正了自己的位置。几年后，他开始详细论述他采用的方法和技巧，并纳入文字出版，直到他离开人世。江恩的后期著作中，不仅同他人分享自己的研究成果，而且所体现出的态度几乎是严谨的谦卑。

江恩提前退休后，结束了狂热的经纪人生涯，在佛罗里达州开始了自己的投资咨询业务。30年代初，江恩拥有了私人飞机。于是他乘着飞机周游全美，教授技术分析。

任何市场的技术分析人员都会从江恩的技术分析教程中受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，但是这些教程并非是为每一个人编写的。读者在阅读中可能会遇到一系列的问题和不解，因为江恩毕竟是一名交易商，而不是作家。

江恩的教程收费奇高，他曾在一门叫“精通时间与价格计算器”的周末讲座上，向听众收费5000美元。

江恩各种教程的出版前后持续了近25年。从30年代早期发表的名为“棉花交易的机械方法”的相对简单的趋势跟随技巧，到1954年出版的深奥的“1到40年的每周时间与价格周期表”，都反映了江恩在50多年的交易生涯中逐渐成熟的技术分析理论。江恩评论后一理论是“毕生最重要的发现”。

江恩在半个世纪以前使用的技术分析方法，是否还能用于今天这个愈加复杂的市场，许多人对此抱有怀疑。这个问题从表面上看似乎有些道理，但是江恩对市场的观察、江恩的技术分析方法和特殊的交易技巧，是基于永恒不变的数学自然法则。它们还基于人们对事物以往的认识，而这种认识是对未来的指引。

江恩曾引用过《圣经》中的一句名言“阳光下没有什么新的东西”，认为当前市场是独一无二的观点是错误的。诚然，今天的市场参与者，看到了以前从未经历过的市场波动和价格水平，但事实上，这样的市场已经在以前相似的历史环境下出现过了，历史是会重演的。

就拿已有100多年交易历史的棉花期货来说吧，1844年卖5美分一磅；1865年美国内战时，居然到达每磅1.89美元的天价。而在美元贬值、通货膨胀率超过15%的70年代，棉花期货也只到达每磅99美分——比1865年的天价还差90美分(顺便说一句，90是一个有意义的“自然”江恩数字)。

江恩的另一个理论是，股票或期货的价格走势，往往会在它们的历史天价上遇到强大的阻力，并且做头。所以，如果以后棉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花期货达到每磅 1.89 美元，你就应该知道怎么做了。

因此，只要市场存在，江恩理论就会继续存在。

在股票和期货市场里有这样一句老话："我从没见过靠画走势图赚大钱的人（包括大名鼎鼎的沃仑·巴费特也这么说）。"但江恩的成功说明事实并非如此。

江恩曾在他的《怎样从期货交易中获利》一书中写道："在过去的 40 年里，我年年研究和改进我的理论。我还在不断学习，希望自己在未来能有更大的发现。"

（陈　鑫　编译）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马尔柯维茨

无名的股票经纪人

量化投资风险听起来不可思议，但它是今天全球化投资领域里，职业投资者普遍使用的方法。掌管500亿美元的通用汽车养老基金的经理查尔斯·特斯查普恩曾说过："投资管理既不是一门艺术，也不是一门科学，而是一种控制……我们在从事管理和控制风险的业务。"特斯查普恩认为通用汽车养老基金面对的挑战是："首先不应冒比我们获得收益所应承担的更大的风险。"

历史溯源

在股市很长的历史时期里——美国大约是200年，在欧洲则更长——从未有人想过用数字来定义风险。股票是有风险的，某些股票的风险更大，人们的谈论仅此而已。风险蕴含在投资的本质里，而不是数字中。对于那些雄心勃勃的投资者，投资的目标仅是利润最大化；而那些保守的投资者，只关心银行存款和高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级长期债券。

有关投资风险的最著名例子发生在1830年。它起源于法官对波士顿市民约翰·迈克里恩遗产案的判决。迈克里恩卒于1823年10月23日，留下50000美元的信托基金产生“利润和收入”，供他的遗孀在有生之年使用;他的遗孀死后，受托人必须将基金余数的一半捐赠给哈佛学院，另一半捐赠给麻省总医院。但到1828年，迈克里恩太太去世时基金只剩下29450美元。因此，哈佛学院和麻省总医院一起状告受托人。

结果，萨缪尔·普特曼法官判定受托人“在履行托管时，根据当时的环境，诚实、周到、谨慎地履行了托管义务”。他宣称受托人不应对财产的损失负责，当这种损失“不是他们故意违约造成的时候……否则谁愿意承担这种冒险的责任呢?”他后来的话成了不朽的“谨慎人原则”(Prudent Man Rule，美国某些州用以指导负责投资他人资金的受托人的行为准则):

> 无论你怎么投资，资本始终处于风险之中……我们能要求一名受托人做的投资是，他必须行为忠诚老实，操作仔细周到。他应该观察谨慎、周到、有智力的人是如何管理自己的事务，这些事务与投机无关，而是关于永久地处置他们的资金，考虑可能的收入，以及资本投资的安全。

这个判例在随后的122年中未有人推翻。

新理论的诞生

1952年6月，美国《金融杂志》刊载了一篇长达14页的论文《投资组合选择》(Portfolio Selection)，作者哈里·马尔柯维茨(Harry Markowitz)是个名不见经传的25岁芝加哥大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学毕业生。这篇在很多方面都有创新的论文，在证券投资理论和实际应用中产生了深远的影响，它使马尔柯维茨获得了1990年度的诺贝尔经济学奖。

在那时，对于一本严肃的杂志来说，马尔柯维茨选择股票投资为论题，在学术研究上非常冒险。更大胆的是，马尔柯维茨的论文涉及管理投资者的所有财产(投资组合 Portfolio 一词源于拉丁文 Portare: 携带，和 Foglio: 帐簿，意为帐面财产的集合)。他的主题思想是，证券投资组合同个股完全是两回事。

据说，马尔柯维茨只用了一个下午的时间，就在芝加哥大学图书馆完成了他的《投资组合选择》博士论文。但具讽刺意味的是，这篇论文差点使他与博士学位失之交臂，因为评审委员会对这篇论文是否属于纯正的经济学深表怀疑。

他既对诸如一个芭蕾舞演员不费吹灰之力成为百万富翁，或是怎样成为股市预言大师这样愚蠢的股市文学毫无兴趣，也没有用大多数股评文章所充斥的浅薄之语来表达他的思想。在那个经济学、特别是金融领域里极少使用数学方法的年代，公式和复杂的图表却占据了马尔柯维茨14页论文中的10页。

马尔柯维茨花了许多时间来研究冯·诺伊曼和摩根斯特恩(1944年两人合著了《博弈论和经济行为》〈The Theory of Games and Economic Behavior〉)有关经济行为和经济效用的著作。在研究中，马尔柯维茨仅把注意力放在那些把人作为理性投资者的公司上。

奇怪的是，马尔柯维茨第一次把注意力转向撰写《投资组合选择》的时候，对股票投资毫无兴趣。他对股市一无所知。作为一名学生，他那时研究的是线性规则——一个相对年轻的领域。冯·诺伊曼曾为线性规划作出过巨大的贡献，线性规则是指发展某种数学模型，在锁定产出的同时，使成本最小化；或是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锁定成本的同时，使产出最大化。这种技巧可以解决许多问题，比如一家航空公司希望用有限的飞机飞尽可能多的航线。

有一天，马尔柯维茨在等候与教授讨论他的博士论文的题目时，与同在等候室的一位股票经纪人谈了起来，这位股票经纪人鼓动他用线性规划来解决投资者在股市里面对的问题。马尔柯维茨的教授赞成这位股票经纪人的建议，但由于教授本人对股市知之甚少，所以无法指导马尔柯维茨如何以及从哪里着手这篇论文。于是他把马尔柯维茨引见给商学院的院长，希望他能帮助马尔柯维茨。

这位院长建议马尔柯维茨看看约翰·伯尔·威廉斯的《投资价值原理》(The Theory of Investment Value)，这是本对金融和商业管理极有影响的书。威廉斯本人斗志旺盛、性情直率，20年代，他曾是位成功的股票经纪人，30岁时他为了发现大萧条的成因(当然他没有发现)，于1932年回到哈佛大学读研究生。1938年出版的《投资价值原理》是他的博士论文。

马尔柯维茨去图书馆找出这本书，坐下来阅读。书中的第一句话就引起了他的兴趣："并非所有证券的价格都能吸引买家……相反，买家寻找最便宜的。"多年以后，马尔柯维茨回忆起他当初的反应时，说道："我对这个概念触动很深，那就是你应该在注意回报的同时注意风险。"

在90年代，这种"概念"不足为奇，但在1952年，它未能引起人们的兴趣，甚至在马尔柯维茨的论文发表后的20年里也是如此。那时，某个证券的表现好坏，是以投资者从中盈亏多少钱来衡量的，而风险与此无关。到60年代后期，那些表现(表现，意味着在相当长的一段时期里，持续地取得超过平均水平的成绩)非凡的共同基金经理成了美国的民族英雄，人们喜欢曼哈顿基金的杰里·蔡(一位杰出的华裔基金经理)和哈特维尔·坎贝尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长基金的约翰·哈特维尔。

1973到1974年的熊市，使投资者们认识到，这些奇迹的创造者只是牛市中的巨浪，他们同样应该在注意回报的同时注意风险。1972年12月至1974年9月，当S&P500指数下跌43%时，曼哈顿基金损失60%，哈特维尔·坎贝尔成长基金损失55%。

那时的美国正处于黑暗时期，噩运接连不断：水门事件、油价飞涨、持续的通货膨胀、布雷顿森林协议（布雷顿森林 Bretton Woods，美国游览胜地，1944年7月在此举行联合国货币金融会议上，以凯恩斯为首签署了一个文件，确立了国家间的固定汇率，并建立了国际货币基金组织——IMF，史称布雷顿森林协议）的崩溃、美元贬值50%。

1973年至1974的熊市对财富的摧毁非常巨大，即便对那些一直保守投资的人来说也是如此。除去通货膨胀因素，股票市值下跌50%，是1929至1931年的大崩盘后表现最糟糕的时期。更可怕的是，30年代的债券持有者实际上仍是盈利的，但这次的长期国债在1972年至1974年的底部区域又下跌了28%，而同期的年通货膨胀率只有11%。

这次灾祸使投资者相信，所谓“表现”只是一种妄想。资本市场并非是台应每个人的要求制造财富的机器。除了少数情况，比如零息债券和固定利率存单，投资股票和债券的人无权索取固定的收益。甚至存款利率也是基于对银行的幻想，因为银行会根据市场情况调整利率。每个投资者的收益，取决于其他投资者，在无法确定的未来，为某点上的财产所付出的价钱，以及无人可控制的，或是准确预言的其他无数投资者的行为。

另一方面，投资者可以控制他们所承担的风险。高风险应当及时产生高回报，但这只适用于那些能够忍受冲动的投资者。70年代，马尔柯维茨逐渐成为职业投资者以及他们的客户中家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

喻户晓的名字。马尔柯维茨的成名还有一个技术上的原因，那就是证券投资组合牵涉到大量的数学计算，而70年代大型计算机的出现，使这种计算变得可行。如今，只要你有兴趣，用一台装备英特尔8088处理器的个人电脑，就可建立自己的投资组合。

风险和方差

《投资组合选择》一文的目的，是要用风险这个概念为那些“期望收益而不是收益方差”的投资者建立证券投资组合。在解释他的投资战略时，马尔柯维茨并未提到“风险”这个词。他只是把收益的方差定义成投资者力图最小化的“不期望的事”。风险和方差成了同义词。

方差是用来测量某项资产的收益离开平均值有多远的一种统计学方法。这个概念与数学上的标准差有关；本质上二者可互换。方差越大，获得平均收益的可能性就越小。

马尔柯维茨否定了威廉斯的前提，即投资只是投资者盯住某个便宜货下注。投资者分散他们的投资，是因为分散投资是对付收益方差的最佳武器。马尔柯维茨认为：“分散投资既可观察又可感知；作为前提，不应采用没有分散投资优势的行为规则。”

分散投资是马尔柯维茨战略的关键。法国数学家彭加勒(1854—1912，开创代数拓扑学)曾指出，一个只包含少数几个强烈相互作用部分的系统(比如仅有几只股票的早期中国股市)的行为是不可预测的。在这样的系统中，你可能因为下一次大注而成为富翁，也有可能一蹶不振。相反，在一个分散的投资组合里，即使一些资产受损，另一些资产也会升值；起码，组合中的各种资产的收益率各不相同。使用分散投资，可以减少每个人为获得确切的产出所承担的风险。大多数投资者选择分散投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来的低收益期望，而不是下大注，即使相对高的风险可能会带来高收益。

尽管马尔柯维茨没有提到过博弈论，但分散投资同冯·诺伊曼的博弈战略很相似。在这种情况下，一方是投资者，另一方是股票市场——一个真正强大的对手，对自己的意图遮遮掩掩。与这样的对手博弈很可能一败涂地，用分散投资来妥协——而不是试图消灭对方——投资者至少可以提高生存概率。

分散投资的数学方法可以解释它的魅力。当分散投资组合的收益与组合中每种证券收益率的均值相等时，组合的收益波动比组合中各证券收益的平均波动要小。这就意味着，你可以把一组相对高风险高收益期望的证券，结合到一个相对低风险的组合中，只要你使每个证券收益的协方差，或相关关系最小化。

比如，直到 90 年代，大多数美国人认为外国证券太投机，很难进行适当的投资。所以他们把几乎所有的钱投在美国国内。事实证明，这种狭隘的观念代价高昂。

1970 至 1993 年，S&P500 指数平均每年给投资者带来的资本增值和收入是 11.7%。用标准差计算，平均每年的指数收益波动是 15.6%，也就是说 2/3 的年收益率介于 27.3%(11.7%＋15.6%)至－3.9%(11.7%—15.6%)之间。

美国以外的证券市场通常用摩根·斯坦利公司发布的 EAFE (即英文中欧洲、澳大利亚和远东三个词的首字母，念“Eee-fuh”)指数跟踪。1970 至 1993 年，按美元计算，EAFE 的平均年收益率是 14.3%，收益标准差是 17.5%，比 S&P500 高 2 个百分点。这主要是因为日本股市的波动，以及美元汇率的波动。

EAFE同美国股市并非齐涨齐跌，这就是国际分散投资的好处。如果某个投资组合，从 1970 年起持有 25% 的EAFE资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及75%的S&P资产，其标准差14.3%将比EAFE和S&P的都低，同时年均收益率比S&P500好0.6个百分点。

马尔柯维茨把传统的选股转变成选择他称之为“高效率”的投资组合。经济学家和统计学家采用工程学中的效率一词指的是，相对投入使产出最大化，或是相对产出使投入最小化。有效的投资组合在使收益方差最小化的同时，使收益最大化。

投资者总希望能拥有“便宜的”证券。这种证券投资组合的收益期望是各证券收益期望的均值。但那些原以为可以产生高收益的证券的实际表现常常会打碎投资者的美梦。马尔柯维茨假定实际投资组合的收益概率呈正态分布。

我们知道，正态分布的概率密度曲线仅有两个参数，均值(数学期望)和方差。从损失到获利，正态分布的概率密度曲线的形态反映了投资组合方差的变化，图形越尖方差越小，反之亦然。这就是马尔柯维茨用方差概念来量化风险概念，对于职业投资和学术研究来说，把风险和收益结合起来就是对均值/方差的优化。简言之，这种结合就是我们平时常用的那两句老生常谈：没有风险，就没有回报；不要把鸡蛋放在一个篮子里。

需要指出的是，没有哪个投资组合比其他所有的组合更有效。幸亏有了线性规则，用马尔柯维茨的方法可以得到一系列的投资组合，而每个组合都有与任意给定的风险相对应的最高收益期望；或是与任意给定的收益期望相对应的最低风险。理性的投资者会根据自己的喜好选择投资组合，或是进取，或是防守。马尔柯维茨理论实质上是提供了一种方法，使每个投资者的效用最大化。

《投资组合选择》是投资管理职业的革命，它把风险和收益期望提高到了同等重要的地位。这篇论文和1959年马尔柯维茨撰写的同名著作，给后来的金融理论工作提供了基础。它的应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用范围很广，从挑选个股，在股票和债券之间分配投资，到评估管理期权和其他更加复杂的衍生证券。

理论争议

事物总有另一面，马尔柯维茨的投资组合理论也引起了很多争议。首先，投资者在采用马尔柯维茨的处方时是否有足够的理性。如果在投资中直觉战胜了计算，那么整个事情就变成了浪费时间，或是对市场行为无效的解释。其次，方差是否能够妥善地代表风险。这点推论还不太清除。如果投资者发觉了与方差不同的风险，其他某种量化手段也许同样有效。最后，如果马尔柯维茨的风险与收益有明确关系的假设经不起经验的检验怎么办？ 如果低风险的证券也能产生高收益，或是陷入了你曾认为低风险证券的泥潭里，那么也许你该重新看看股价走势图。

马尔柯维茨的理论是建立在假设投资者能确定投资组合模型中的收益期望、方差以及组合中各证券的协方差，但这种假设存在技术上的问题。英国经济学家凯恩斯(1883—1946)在其著作《概率论文》中强调，使用过去的数据是很危险的。置信度并非总能有助于精确量化，特别是马尔柯维茨方法所要求的精度。实际上，大多数应用是把过去的经验同对未来的预期结合在一起，尽管投资者知道这种计算结果存在明显的误差。

不过，使用马尔柯维茨法最大的困难是，确定组合中各个股票或债券相对其他股票或债券的变化大小所需的计算量太大。马尔柯维茨本人关心的是，他的思想在实际应用中的障碍。通过与他的学生威廉·夏普——一个后来与他共享诺贝尔奖的大学毕业生——的合作，马尔柯维茨解决了计算各个证券间协方差的问题。他的办法是估计每个证券相对整个市场的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来，这种方法导致了夏普建立了资本资产定价模型(CAPM,Capital Asset Pricing Model)，当所有的投资者都采用马尔柯维茨法建立投资组合时，这个模型可分析金融资产是如何估价的。CAPM 使用 β 值来代表一段时期内，单个股票或资产相对整个市场的平均变化度。比如，1983 至 1995 年 AIM 群星基金的 β 值是 1.36，这就是说当 S&P500 指数上涨或下跌 1% 时，AIM 上涨或下跌 1.36%；当 S&P500 指数上涨或下跌 10%时，AIM 上涨或下跌 13.6%，依此类推。

另一个数学问题是，一个投资组合或证券市场只能用两个数字来形容：收益期望和方差，而这两个数字只有在证券收益概率呈正态分布时才有效。当证券收益概率不呈正态分布时，方差就不能 100% 地反映投资组合的不确定度。天下没有完美的事，对于大多数投资者来说，如果数据近似呈正态分布，也可用来进行组合决策风险计算。

用波动或方差来表示风险符合我们的直觉。统计分析肯定了这种直觉：大多数情况下，波动的增大同资产价格的下降联系在一起。此外，我们通常认为不确定因素应该同那些价格大幅变化的东西联系在一起。比如，在目前中国的证券市场中，债券、股票和期货的价格波动幅度大相径庭，与其对应的风险明显不可相提并论。

然而，究竟是什么导致价格波动，以及哪些因素占首要地位，我们现在还没有非常统一的认识。我们当然可以说，当意外的事发生时，就会引起波动。但这么说没有用，因为，没有人知道如何预言意外的事。

另一方面，并非每个人都担心价格波动。毕竟这种风险的定义没有引入时间概念。一旦我们考虑了时间因素，风险同波动的联系就不是那么强了，因为时间可以从许多方面来改变风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于某些投资者或投资组合经理来说，只要一个波动大的组合达到某个特定收益基准的概率很高，他们就不认为这个组合有风险。这种特定收益不必是零。它可以是一种动态目标，比如某公司为保持养老基金的最小收益要求，或某种指数股投资组合(像前卫基金集团的 S&P500 指数基金)达到指数涨幅。

如果投资组合的参数是动态的，风险的量化就变得更加复杂。价格波幅本身不是静止的。1984 年末至 1990 年底，按月收益率计算出的 S&P500 年标准差是 17.7%；而随后 4 年的标准差只有 10.7%。债券市场也是如此。

但问题还不止这些。没有人会认为生命中每天的风险都是一样的。当我们变得衰老，变得聪明，变得富有，变得贫穷时，我们对风险的感觉和对冒险的厌恶程度都会发生变化。当投资者结成群体时，他们对风险的看法也会改变，特别是在评估股票和债券所能带来的收益趋势上。

对马尔柯维茨投资组合选择理论的批评，并不能抹杀它对金融业的贡献。它为 1952 年来主要的投资理论工作提供了基础，并在实际应用中占据了支配地位。分散投资逐渐成为投资者的信条。甚至那些对马尔柯维茨的攻击也引发了新概念、新方法的出现。

马尔柯维茨的理论在很大程度上是基于投资者的理性。投资者的理性是非常重要的，但投资者毕竟是人，即便是他们处于如此特殊的、反映了所有关于人类理性问题的活动——证券投资——之中。

(陈　鑫　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

韦特·韦登

顺势而为

我们在对众多投资人士的成功投资经验作了调查后，发现几乎所有能在投机领域中获大利的人们众口一词地指出："顺势而为是我们在该领域中赚钱的主要信条。"实际上有个韦特J·W·韦登的人早就提出了"顺势而为"的投资理论，人们将该理论称为"亚当理论"。

亚当理论的精髓就是在投机市场中没有任何技术分析指标可以绝对准确地推测后市的趋向，每一套技术分析工具都有其固有的内在缺陷。依赖这些并不完善的技术分析指标和工具去推测去向不定、变化莫测的后市趋向，显然将出现许多失误。所谓的亚当理论的主要思想是指导投资者摒弃所有的主观分析工具，不管这些技术指标或技术工具是定性还是定量地给出定义，都应坚决地放弃遵从技术指标或工具的做法，及时认清身处的市势趋向，并且顺势而为，即认为在升势中逆势沽空或跌势中持相反理论的做多，都将会构成失败，因为没有人能够准确地预料到市场涨、跌何时结束。盲目地、主观地逃顶或抄底都在事后证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明不是逃得过晚就是抄得过早。只有认准市势趋向，并顺势而为才能将投机风险减到最低限度。

有趣的是，提出亚当理论的韦特早期却是技术分析指标的推崇者，著名的强弱指标(RSI)都是他发明的，他还发现一些其他技术指标或原理，如动力指标(MOM)、市价波幅和抛物线指标等，当时受到不少投资者欢迎。强弱指标(RSI)沿用至今仍是被广大投资者重视的分析技术指标之一。奇怪的是，韦特后来发表的一些文章中，推翻了这些分析工具的好处，提出了当时崭新的理论——亚当理论来取代这些辅助技术分析指标。

亚当理论的主要内涵有以下几条:

一、在介入某个投机市场前一定要认清该市场的趋势是升还是跌，确认了市势后才能具体行动，即升市中主要以做多为主，在跌市中则以沽空为主，切记买卖方向不要做错，即在升市做空，跌市买涨是最愚蠢而且相当危险的。

二、买入后遇跌，沽出后却升，就应该警惕是否看错大势。看错就要认错，及早投降，不要和大势为敌。不要固执己见，要承认自己看错方向，及早认识错误则可将损失减到较少的程度。建议在未买卖之前就设法订立止损位，并且不随意更改既定的止损位，切忌寻找各种借口为自己的错误看法辩护，因为那样只会使自己深陷泥潭，损失更大。在投机市场中，不要把面子看得太重，看重脸面则损失票面。

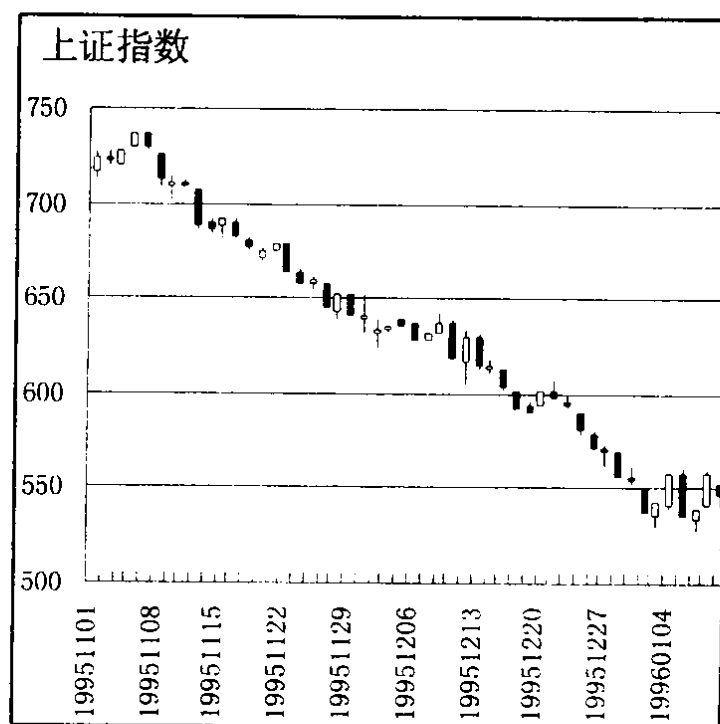
三、抛弃迷信技术分析指标或工具的做法。各种技术分析、技术指标均有缺陷，过于依赖这些技术分析指标所谓的买卖信号，有可能将资金放入被套的危险。那些相反理论均价买入法或马丁基的加码方法教人越跌越买并不是好的投资理论和方法，这些做法应坚决摒弃。

依据亚当理论，所有的技术分析工具都将无用武之地，唯一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例外的是移动平均线的指标方向可以成为亚当理论的辅助论证工具。当移动平均线抬头向上，并保持升势，表明市势趋升，就应趁低积极买入做多。而当移动平均线低头向下，并保持跌的趋向，表明市场趋跌，就应逢高赶快卖出做空。

如果市势一路上扬，且各短、中期移动平均线组成多头排列，根据亚当理论就应尽早买入股票一路持有，直到确认升势结束才将股票沽出。如此，就能赚取升势中的最大利润。相反，当短期、中期移动平均线出现死亡交叉后，且表现空头排列，就应尽早顺势将持股抛出。此时不应拘泥于“赚得太少”或已“套牢遭受损失”的自慰理由来为自己辩护，并应做到抛出后耐心等待，等候下一个买入信号出现，而不是看到价低而动心去买，因为在跌势成立后，往往价格低了还会更低，不要自以为是地去抄底。我们常常看到，有的投资者逃顶相当成功，然而却耐不住寂寞，未等买进信号出现而过早介入跌势，致使套牢蒙受损失，却又不及时止损，致使逃顶成功者比未及时逃顶者损失更大的例子数不胜数。



在实战中，遵从亚当理论的思想操盘获胜的例子相当多，如图所示，这是上证指数1995年11月上旬到1996年1月上旬的日K线图，短短的两个月中，上证指数从736.90点盘跌到517.30点，下跌幅度达30%。当时股指大幅反弹到736.90点后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌，均线已成空头排列，下降通道明显。按照亚当理论应及时止损而不应盲目抄底，然而许多交易者认为股指处于低位，且跌幅已大而采取麻木态度，丧失了较好的沽空机会，致使心态变坏，在股指下触512点而反弹并确认升势过程中轻易割肉，致使未按顺势而为的亚当理论操作而遭受无法挽回的损失。

应当指出的是，亚当理论是在投机市场中行之有效的实战概念，它轻视技术面和基本面的作用，强调“顺势者昌，逆势者亡”的理念，领会哲学的深刻逻辑思路，在具体操盘中可以解释许多无法解释的现象。无论在股市、期市或者外汇市场等投机领域中，都可以找到应用亚当理论的实例，也是我们投资者在实际应用中随时应该考虑的，当然对于平衡市或横向整理市道中该理论将失去作用。

亚当理论是一套很实用的投资理念，在生活中我们常常遇到顺势而行事半功倍的情况，投资者应时刻牢记该理论的内涵，随市场大势趋向而行，并把其作为一个重要的买卖方向指标，如此才能减少个人对大势的主观看法，由大势趋向决定我们对后市的看法，减少个人的偏面观点对自己的投资决定。随市势而行，因势利导，并在遵循亚当理论的同时注意入市时间和投资策略，即当确认市势趋向后，在走势的回档(升势)或反抽(跌势)的适当时候入场。

相信顺势而为，赢面一定会大。

(陈晓钟　文)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杜冠雄

谨防投资陷阱

杜冠雄，现职万信证券有限公司董事，曾获加拿大温沙大学工商管理硕士，主修投资基金管理。他亦取得加拿大安大略大学工程硕士学位。他在证券业工作超过16年，经验丰富，有良好的赢利业绩。

首先想问一下，你做股票投资已差不多有二十年，照你的经验，目前90年代的股票投资，跟过往，像70、80年代有什么不同？

区别很大！因为每一个年代影响股票的因素和市场的投资者都是不同的组合。

目前是什么组合？

现在的组合比过去复杂得多。1973年是"掷飞标时代"，所谓"盲侠时代"；1980年则是炒合并、收购，即是牛奶公司、九仓那为人津津乐道的一役。至于1987年，出现了那次股票狂潮和期指套戥(arbitrage: 指在一个市场上买入某种金融工具，并在另一个市场上以高价卖出同一种金融工具的行为)的股灾！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90 年代，因为多了外资的参与，尤其越接近九七。很多海外基金在这几年成熟了许多，相继进军东南亚市场。因为东南亚在经济增长方面，较欧美为佳；所以，吸引了一部分国际性基金到东南亚投资；这几年来，它们的成绩亦非常好。这样，外资参与的比例就越来越大。而且，香港是一个开放的城市，股市当然也非常之开放，外资的流向没有任何限制。所以，在这几年，外资的流向影响股市也越来越大！

加上其他的中国资金，本地华资、本地散户和本港基金的参与，由于还将有一个退休金计划，可见未来将更为热闹。所以，有几股大的力量，争逐股市的升降，因而情况亦会复杂很多；再者，近年欧美有很多所谓套戥基金！这样一来，形势跟过去便有很大的分别。

套戥基金充斥市场

这些套戥基金又炒期指、期权！

也炒衍生工具。此外，股市在上落幅度方面，除受制于香港本身的经济因素，亦加上国际因素，譬如中国的因素。由于美元和港币挂了钩，所以，美国经济和美国息口的变动，间接影响到香港经济和香港息口的变动；加上那些外资的热钱流向，形势便复杂了很多。

你刚才讲目前的机构投资者，譬如基金的参与愈来愈大，差不多占了香港股市成交的六成，实情如何？请你透露一下机构投资者的实力。

我相信，普通一个交易日，例如近期比较淡静一些，成交约有 30 多亿、40 亿。我估计，可能有 5 亿至 10 亿是套戥盘，机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的投资亦可能有10至20亿；其他为一些散户和私人投资者。由此计算，机构性投资者占港股成交的百分之二十至三十。

近几年，很多本地的散户、或者一些中产阶级，专门投资到其他东南亚市场；亦有一部分人因为九七因素，他们将部分资产调往海外。这样，本地参与的华资资金就相对少了。同是这几年，地产蓬勃，部分资金顺理成章流向地产投资。因此，有时候，地产旺未必一定等于股市旺。可能当地产旺过一段时间，然后股市才旺。这几年可见到，是地产带动股票，不是股票带动地产。

专业市场需专业分析

对！现时一般小投资者买卖股票，投资的技巧有些什么改变？以前测市要看散户心理，因为散户所占的市场比例较重！但如今散户的比例愈来愈少，是不是现时要揣摸基金经理的心态？他们怎样“看市”？另外，你说套戥基金是从外国来的，属于资金流向的一部分，我们又要留意这些数字。究竟目前投资的基本技巧跟以前的投资技巧有什么不同？

区别很大！比如，70年代、80年代初期的投资者，很喜欢听市场消息。听“金鱼缸边”的消息！但是，现在整个市场都很专业，因为有外资、机构性投资者的大手参与，市场变得很专业。所以，我们现在应该从基金角度着眼，例如从微观方面来看，公司决策层的能力如何、公司所进行的那种行业是不是有潜质……

有没有进一步发展和赚钱的机会。

从宏观方面，我们亦要看一下息口变动、中国因素——譬如大陆会不会加紧宏观调控，或者有什么政治问题；美国方面，更要看一下经济和息口的趋势；一切变得很专业。基本因素和图表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势亦很受重视，因为有很多套戥基金，他们十分注重图表。比如破线向上时，或者会追货；当破线向下、淡势已成的话，他们立即沽售，加速了股市的升降。所以，投资者要做一下功课，不可以马马虎虎。可以说，目前股市赌博成分少了，专业成分多了。

但是，专业成分就牵涉你所讲的问题，即资讯量愈来愈大，同时受外来因素的影响愈来愈深。尤其是香港，因为港元和美元挂钩，所以美国因素直接影响香港，以前只需留意香港的利率和通胀怎样走，但如今要同时看美国，又要兼顾中国，投资者看来很辛苦！

可以这样说。比如，美国现在的息口有向上趋势，很多美股专家认为，目前美国股市过高，可能有调整。这样一来，如果美国息口真的向上，美股真的出现调整，对港股有没有影响？现在坊间就众说纷纭、莫衷一是。

有一种说法认为美股下跌才好，这样一来，美国资金便会大量流入香港、或者东南亚，继而推高港股。但亦有一种说法，认为由于香港和美国息息相关，如果美股跌，出现中型的股灾，那么，全世界股市都会受到牵连。像上一次美国股市曾下跌至 5400 点以下，跌破了 5400 点的支持位，令欧洲股市大跌，牵连到远东亦急挫，香港一日之内，试过跌 800 多点，令港股一片风声鹤唳，这是一个很好的例子。因此，现时投资者要眼观四面，耳听八方。

以前早上看看港闻就可以！

现在不能！要 24 小时留神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用衍生工具扩大利润

我们转谈一下衍生工具的发展。股票方面的衍生工具发展愈来愈多，譬如在香港，除了恒指、期货和期权之外，股票亦开始有这方面的期货！此举对股市会造成什么影响？将来的趋势又如何？

本来，期权、期指和那些股票期权推出的原意，是用来稳定股市的。

但香港的投机性比较浓。因为有人忧心1997，又担心香港将来的前途！所以，各方的资金都视香港为一个投资或投机的乐园。这样一来，这些衍生工具令他们赚钱赚尽，结果使市场的波幅更大。

先讲股票的期权和期指。如果有外来因素或本地因素，令股市出现跌势，那些套戥基金看到，就会想："我抛售股票的话，比如，那些股票是低价买入，一旦市势开始跌，我尽沽出去，到底赚在哪儿？只是赚单边！"因为只有蓝筹股才可沽空，其他二、三线股就不可以。最简单的做法，就是同时沽空期指，或者在期权方面再做工夫。这样，有时你便见到，期指出现狂升和超跌的情况，这就是套戥基金用那些衍生工具来扩大他们赚钱的能力。

是！即上升就再升高一些，所以出现狂升；下跌的时候就跌得更低，出现跳水。

因此，我们见到股市上落的速度很快。以前的市况，比如是调整市，跌二三百点便停一停，反弹百多点然后再跌，如今不再如此。当大家一致认为，大市会跌至一万点才止得住，于是两三日内，每日下跌百几、二百点，连跌五六日，跌到见底为止。到一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万点了，那些人就买回。假设现在是一万零八百点，那些人认为大市会跌到一万点，于是一路沽货，一路空期指，兼且在期权方面做手脚！一路压，压到一万点，继后全部补回货、补回期指和期权那些东西。如此一来，便加速了大市的升跌，毫无喘息机会。

反过来看，如果认为大市会升上一万二千点，那些套戥基金就加速市势向上，因为他们又买期指，又推高股价！因为期指的杠杆比例很大，有九倍十倍；你给四万元按金，可以买入大约五十五万市值的股票，赚得更多更快。

对。

杠杆比例很犀利！如果你看好大市，你只买股票还是不够的；当估计大市上升百分之五，光买股票只可赚百分之五；若同时买入期指的话，期指赚百分之五，你五乘九倍、或者十倍的杠杆，便可赚五十倍！

二、三线股切忌“磨穿席”

现在投资股票，正如你所讲市况波动愈来愈大，是否也表示短期获利的空间大了很多？当然，输钱的机会也相应提高，输的幅度又大了很多。作为一般的投资者，是否做长线投资比较适当？短线投资，因为波动大，衍生工具又加速市势的升降幅度，如果不懂得看市便很受影响。你认为，一般投资者是否做长线投资较为适当？

如果是蓝筹方面，长线投资者会比较好一些。但是，如果是二、三线股，就不可以一概而论！因为二、三线股多是短线买卖，切忌“磨穿席”。如果二、三线股你不断地天天买卖，你输的机会很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换句话说，长线投资是适合于蓝筹股方面，如果你那笔钱要来储蓄、做长线投资，最好投资蓝筹股。当你有多余钱便用来炒买二、三线股、消息股，但切记不要持有得太长，即是炒两三日，即是消息一出，第一日作势上升，你就追货，到第二日、第三日早上就要卖出！如果不是，待报章出齐消息，报道发生了什么事，到下午便可能下跌，中了招也说不定！同时亦不要过贪，比如，某一只二、三线股升了二三成，你就不要追货。虽然，这只股票可以上升一倍，或者五成，纯粹是炒供求，但始终风险大，某只股票上升了百分之二十、三十便不可追！

大户的致命伤

一般的投资者可不可以胜过机构投资者？杜先生，你对这方面有什么看法？机构投资者当然有他们自己的限制，亦有他们的条件和长处。但是，对散户而言，怎样可以赢过他们，在基金天下的市况中取得胜利？

有机会的。但成功之道是一定要有冷静的头脑，以及有好的分析技巧。因为机构性投资者本身有长处，亦有短处。长处是他们没有压力，因为他们所用是别人的钱。

即是我们说 other people's money，他人的钱。

亦即是我不买卖，自己完全无立场。这样一来，在买卖方面，我反而不会受到自己的内在因素影响。比如，我本身有股票，我当然倾向看好；如果不是这样，我便没有理由买股票。如果我手上没有股票，我当然希望股市向下，伺机入货。或者我沽空了期指，也希望大市跌。基金和机构投资者比较冷静！但是，有一项因素对他们不利，就是规模(Size)大，规模一大便很难转身。比如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我所持资金有10万、8万，我有机会赚一倍，或赚20%、30%都不算奢望。当你持有10亿、8亿还容易；然而持有30亿、40亿元资金，你要赚百分之二十、三十，就不容易了，因为机构性投资有一个限制，是你买入的比重不可太多。

比如那只股票很看好，散户可以将资金全部买下去，但机构投资者不可以这样做；而且亦有很多其他限制。有时候，有些所谓第二板，即没有那么质素好的股票，他们都要被迫买入，因为规定不可太集中。

比如汇丰银行，他认为前景最好，也不可以百分之百买汇丰。有时候，一些比较次质的股票，都要被迫持有一些。事实上，机构投资者有一种羊群心理，这种心理有什么弱点？对小投资者有没有好处？

羊群心理就是：基金本身的竞争都很大，每年要公布成绩表，看一下你投资组合资产的增值或减值，再跟恒生成分股或指数相比。如恒生成分股上升了10%，你那只基金的资产增长20%；这样，你就跑赢成分股，可以交差。如果恒生成分股上升10%，你的基金只增长5%，客户就会想："这样的话，不如我买恒生成分股的股票，我不需要投资在你的基金。"所以基金经理会有压力存在。这样，他们便会有一种所谓羊群心理，如果大市下跌，他也要顺势做。

对！

当大市一跌，听到消息，其他基金正在"减磅"，我不可蚀底，于是又一起减。如果你有极大信心，估计大市跌，却很快会回升，当其他基金减磅，你就增持！但万一估计错误，就是件大事，因为其他人的成绩表好你很多！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果大家一起减持，成绩表一打出来，大家差不多，或者相差只是1%、2%，不算显眼！在这种情况下，一起做错，好过你独排众议认为“我的看法是对的”。这种心理也很容易理解。

相反，私人投资者只要看得清楚，或者有信心，便可以逆势而为，在大市跌到一定程度时悉数投入。机构性投资有他们的顾虑，当其他人减持一成，虽然你有信心，但也会考虑：“算了！我减持百分之五”，被迫顺势做。

股市因大家减了磅就一路跌，你的表现也会下跌。

另外，基金的持货量大，由于现时上落很快，不可以同一时间在一个价位，或者那两三个价位之内，将持货减磅。比如你持有50亿元货，你想减持20%，即要减10亿！你很难在短时间内做到。可能你想出货的时候，大市已经跌了几百点，第二日开市时，形势已经完全变了样。这样一来，捕捉顶和底，对基金来说，是最苦恼的事。

但对散户而言就有不同，比如我持有几百万，或者二三千万元货，如果是蓝筹的话，我半个小时内已经可以全部放掉。如果二、三线股就有问题，则另作别论。

依你所讲，基金不可以第一时间全身而退。即使看淡，他还是要投资股票，最多减少股票的持有量，增持多一些现金，但也不是百分之一百。这样，当大市跌的时候，他的表现都会跌；当他看好的时候，因为他已经有投资，也不会将百分之百现金全部投资。

他不可能赚尽，也不会蚀尽！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机就是机会

照投资环境来看，这十年八载，每年港股都有相当大的波幅，起码30％多，有时甚至有50％、60％。这样大的波幅，每年其实都有赚大钱的机会，问题是你怎样去捕捉。如果你认为，最好将一部分的资金放在长线投资，或不动产；另外一部分就炒些二、三线股；此外，一部分资金放在定期、定息，这些你都要看准机会。

是！

每逢有什么大波动、股市大跌，突然间下跌一千几百点，那就要出来捕捉所谓的大浪，机会稍瞬即逝。比如，两三个月能够带给你10％或以上的收益；如果你买对了一些强势蓝筹，可能有超过20％的利润。所以，关键是要看准机会。

故此一定要有现金在手。正如你刚才所讲，投资者应该将资金分为几个比例。有些用来投资股票，有部分可能用来买外币、存款，或者其他的东西。当某个市场或某一些投资项目，比如，股票下跌得很厉害时，可以将别处的资金调出来，趁低买入！是不是这个意思？

即是有第二注本钱！

但是，如果第二注本钱都继续下跌，怎样办？

如果你是长线投资，暂时无所谓。虽然香港这几年来的盈利增幅是下跌了，因为前几年，比如'91、'92、'93年，盈利一直保持超过20％、30％的增幅；但踏入'96，'97年，证券界估计盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长大约是12%～15%，除非有非常利好的消息。基于香港的经济已经转型，到了所谓薄利多销地步，各行各业的竞争很大，使盈利升幅只能介乎12%～15%之间。若市盈率维持不变的话，理论上，股票每年都应该上升10多个百分点。当然会有些政治的，或者经济上的利好消息或坏消息，需要适当地对大市重新评估。

留意第二三注本钱

现在港股的市盈率是13倍多。究竟是贵还是便宜?各人有不同的意见。可是，如果明年、后年市盈率维持在13倍，而公司每年的增长盈利为12%、13%，则股市每年也可上升12%、13%。所以，对长线来说，股市长期应该跑赢定期存款收息。但是，中段有些上落可能很吓人。你要留第二、第三注本钱，来捕捉那些黄金机会。

即是比较低价时入货，但小投资者未必一定摸到最底。所谓投资的基本技巧，或者一些胜算很高的方法，你可采用长线!趁大跌市或危机市时买入，除此之外，还有什么投资的基本技巧?比如，有些人用相反理论，你有些什么建议?

我觉得，在蓝筹股方面，有时出现一些人为的高低位。比如，突然间传出一些坏消息，有一两个基金减磅，于是可能在短时间之内，拖低股价十几个百分点，蓝筹股也会出现这种情况。好像过去中信泰富和港龙、国泰之间的交易，有一些折让，于是便有人说:“咦!中信泰富是否被迫买下这些货，又变成投资控股公司，不再是一间投资公司，将投资放在大陆基建方面，而被迫要持有那些所谓的投资控股公司了。”一时之间，股价由31元多，一路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拖低至28元，那时候，大市又低迷！当然，现在的语调转了："咦！低价购入国泰，现在又批出电讯，电讯的前景没有国泰那么好！"不过，中信的股价很快又升回至31元多，除息后更有32元以上。即由28元升抵32元，升了4元，很短时间便上升了10多个百分点。

所以，大家可以看到，每逢有人为的错误，股票是会偏低的；即使真的有坏消息，但坏消息值不值得跌10%？即使那个坏消息属实，充其量值得跌5%。我觉得，除非蓝筹本身的基本质素很差。像国泰前几年，当世界经济不景气，全部海外大航空公司都蚀本，否则不可轻率视之。这几年航空业又重新看好，即是那个商业周期的转变。

除了这种情形外，某一只蓝筹股突然间下跌了十几个百分点，我就会叫客户买——"这只东西无穿无烂，基本上长线不错；如今跌了10%，'执平货'呀！不用怕！"事实上，有几次都做对了。像买卖中信泰富和新世界，客户买入后，很短时间赚了十多个百分点。这些人为的错误，或者过分反应，过了火位，是一个俗语所谓"执死鸡"的机会。

投资要诀戒贪戒复仇

的确可以这样做！但买卖股票会否受个人性格方面缺点的左右，影响自己的投资？或者有些什么性格优点值得继续发挥，需要加强？

我先从缺点说起，最大的缺点是"贪"字，俗语是"贪字得个贫"。你买只股票假设是一元，当股价升至一元二角、一元三角都不卖出，最后却以两三角计数，这是一个好例子。比如，你投资二、三线股，一定要止蚀，也不要大贪，因为你一元买回来，就算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升抵达一元二角，都是所谓的纸上利润(Paper Profit)，入了口袋才是真的。所以，保本是很重要的，尤其投资二、三线股方面需要切记。

但是，投资者会很矛盾。有一些人赚少就走，不够长线，“赚就赚粒糖，蚀就蚀间厂”；另外又话“贪”字变个“贫”字。究竟在这两者间如何取舍？

这要看你如何分配资产。在你的投资组合中，大部分当然属于长线的蓝筹股；你用多余的钱，比如20%，用来炒买二、三线股，就千万不要“磨穿席”，不要时常集中买卖那几只。同时，千万不要心存复仇，即是王子复仇记，“啊！上次我输了，今次我再要……”

一定要赢回一仗！

如果你认为，那只股票的价格不合理，或者投资不就手，甚至自认真的斗不过那个庄家，斗不过那间公司管理阶层的手法，你便要投降，以后不再沾手！在这只股票输过钱，以后不再买卖这只股票，不要心存不忿，“哼！我输过钱就再来过”。输大钱便由此而起，那几只炒股上上落落，你时常看着，输过一次，第二次又输，第三次又输；正如你时常去赌，多数都会输，所以，与其如此，不如买另一只比较正路些的，这一点很重要。

除了“贪”字一戒之外，还有什么其他注意事项？

你要有冷静的头脑。比如，当市况大起大跌，有些消息很具震撼性，你要看一下，究竟这个消息会影响市场至什么程度？很多时候大市都反应过激(overreact)，这样才让你找到赚钱的机会。有时候，明知有东西不对劲，大市仍然盲目地飚升，因为很可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能有些外国基金流入，它们要做齐全部盘；这些资金数目很庞大，入来香港，下了指示要买入，买齐之后，便可以伺机出货，这时候，大市可能仍然向上，你就把握这时机沽货；如果你不怕高风险就沽期指，用衍生工具扩大你的盈利能力。

(庞宝林 采写)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷贤达

长期回报跑赢短线成果

雷贤达，毕业于英国伦敦经济学院，获经济学士学位及人事管理进修文凭。他从事经纪及投资管理已有18年之久，是Canadian Securities Institute成员之一。他于1991年委任为宝源投资管理(香港)有限公司董事，曾荣获亚洲股票市场“最佳基金经理”称号。此外，雷贤达还是香港联合交易所理事会理事及香港证监会属下信托基金委员会委员。

雷先生，你做股票基金做得这样出色，请你告诉大家，做投资组合的时候，要考虑些什么因素？

我认为主要看一下自己的需求。因为各人的需求不同，人生每一阶段，都有不同的目标。所以，要设计一个适合各个不同阶段的投资组合是很重要的。

其实，做投资时，设计一个投资组合，需不需要同时考虑当中的风险、回报、时间长短等各方面的因素？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我想很重要。试看一下过去 10 年，根据惠悦雇员服务的调查所得结果，香港股票市场的回报率大概是 19%。这应该是非常好！从各国的股票市场来说，香港的表现的确十分理想；虽然很多人看香港看得很一般。至于其他亚洲股票市场，我自己估计，大概很难有 13～18% 的回报，这是我自己的估计。

过去做亚洲基金的人可以看到，那些所谓先进国家，比如美国、欧洲和日本等，过去 10 年，投资股票方面的回报大概是 13%。全世界债券约为 11%，而存款就只有 6% 左右。我们看一看将来，这亦是惠悦雇员服务的估计，按照我们的估计，香港股票方面的回报率约为 16%。

是对未来几年的估计？

对，未来几年，回报大概有 16% 左右。亚洲股票的回报亦在 13%～16% 左右，其他先进国家估计有差不多 13%；而债券很可能只得 8%，因为通胀比较低，所以，息率已经由很高的水平回落，即是以前高通胀、高息率的情况已改变了。

目前债券息率高一些。

债券息率高一些，这样变成当息口回落时，回报比较好。但是，目前的投资环境是通胀比较低，变成息率亦较低，所以回报率也可能低一些。存款应该是最差的一个项目，回报只约 5%。因此，投资者应该留意一下各类的股票、债券和存款的回报，再决定他的投资策略。这样可以看到，存款越持有得多，基本上是越不理想的投资。除非股票市场和债券市场均告大跌；否则，长期而言，投资股票和债券比存款为好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掌握大趋势决胜千里

刚才你讲过，股票的回报会比较好，此举跟亚洲经济的增长有关！在这种情况下，我们进行投资，制订投资组合时，要考虑什么特别的因素？是经济循环，或者什么因素？

投资者掌握到世界经济循环的确很重要。若掌握不到，所持的股票、债券也可能把持不定，很易受到短期因素的影响，以致左右了有效的投资策略。

我举个例，在80年代，当时，世界经济于1982年开始复苏，差不多至1990年才完结，增长期约有8年。这8年内，在中间，即1985年有些反复。因为美国联邦储备局短期加了息，去压抑通胀。在1987年，亦因股票市场过热过高而出现了股灾；1989年、1990年亦都有一阵衰退。如果投资者缺乏比较长期的看法，就很容易失足于短期，甚至一些中期的调整，破坏了原定的投资策略。

那未来几年又如何？

世界经济由1991年又开始复苏！我们的看法是，这个增长期可以伸展到1999年、2000年左右。这个复苏期即使没有10年，也会有7年、8年。如果可以把握这方面，那么，过去那段时间稍为加息，比如1994、1995年，投资者可以比较放心，毋须惊惶地减持一些股票或者债券。到目前，有些人认为经济增长持续，或者会加息冷却一下，于是又大加小心，不知怎样做！我们的看法是，在一个经济循环里，如果你能够在低点买入，无论是股票也好、债券也好，都可以比较长期持有；中间的反复可以不理。到经济很蓬勃，或者步入一个即将衰退的临界阶段，然后再转变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略。这种做法对长期投资最理想，风险也比较低一些。

择善固执不为短期所动

但是，一般人怎样掌握这些经济循环？怎样得知？正如你刚才所讲，譬如，80 年代的情况和现在 90 年代又很不相同；而且在 90 年代，经济增长的循环时间又有不同，有长短交错。虽然一般人会看报纸，或者多听一些分析；但事物往往有两方面的看法，有看好，也有看淡。小投资者怎样做？

一般投资者很难掌握这些投资分析，唯一的就是用一个比较长期的眼光去看。每趟低潮的时候，就可以比较放心地买入一些股票，或者债券，作为长期持有。同时，大家可以根据过往的纪录来看，一个经济循环不会只持续一两年；过去的经济循环，通常起码差不多 6 年，才有一个高低点出现。

这样，当中的上落，便毋须那么紧张，担心应该做些什么。同时，由于目前资讯发达，我能看到所有的消息，比如电脑报价、报章的报道，或者分析界的分析，林林总总，资讯很多。在这种情况下，投资者很容易受到这些所谓短期的分析而影响到投资。我认为最重要是把持定主意；如果对自己的看法有怀疑，可请教一些专家帮手，情况会更加理想！

所以，投资者应该花多些时间，了解这个长期大趋势和经济循环。

这一点很重要！因为从长期来看，投资者基本上毋须急于沽出股票，或沽出债券。每个人的收入会随年龄的增长而增加，财富亦一样；我们可利用每趟低潮时买入，高的时候就观望。当其他人个个买入时，你看到股市炒买得很热烈，这时候就不宜投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，其他时间反而可以考虑。这样做法，投资的回报比作短期投资的回报好。

分散投资保障回报

比如，当我们知道了自己的目标，做了一个投资组合。有了投资组合后，我怎样量度自己的投资组合做得好不好？你刚才讲，香港股票的回报有 16% 就算好。如果交给基金经理或专业人士代为投资，怎样衡量他们的成绩？

我想，最重要的是看自己的需求是什么。比如，你声明我的资金是很保守的，很注重保值，保住资本，不可以去投机或冒高风险。正如一个人处于不同阶段，亦有不同的需求。他年青时，我相信他乐意将百分之百的资金投放在股票市场，投资股票，因为他将来的收入会随年龄和阅历而递增，日后可以有愈来愈多的资金去投资。

然而人到中年，我想百分之一百投资股票也未必适合他，可能投放七成半或六成半到股票，其他三成或两成半可持有债券和现金，这种做法比较理想；因为现金和债券市场比较稳定。同时，很可能他亦有一些支出需要现金，所以对保值方面特别重视，不想受到市场的波动影响。到退休的时候，投资组合可能一半股票，甚至少过一半的股票，就比较妥当些；即有需要持一半现金或者债券，因为那时候的收入不是很多，要靠那些股息、利息或银行的息口收入来应付支出。

至于怎样量度投资回报是好抑或不好？就投资而言，最低的要求当然起码要比存款收益好；如果比放在银行存款收息都不如，做投资也没有意思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算通胀衡量得失

可以说，做一项投资不可看得太短期，应该看长期一些。因为在某一年，股票和债券市场出现负回报也不出奇，在那段时间，除非你不持有股票和债券，否则，你一持有股票和债券，便会有负回报的可能。在此情形之下，不应该太紧张某一年的投资回报，应该看过去两年、三年，或者五年，甚至十年的累积回报。

第二，当收益好过存款后，在香港的环境，最重要衡量通胀。即投资能抵消通胀，保住资金的购买力，这一点很重要。第三、当你投资在某一个市场，譬如香港市场，可以综合自己的组合与香港的市场比较，如股票市场的表现互相比较!或者衡量一下亚洲市场与亚洲市场之间的股票表现，甚至再比较世界市场的表现。这样，就可以知道自己投资的回报是好抑或不好；如果不好，对策应怎样?好又应该继续怎样做?

如果投资收益好，当然不需要怎样理会，即是自己做对了投资!但如果不好的时候，应该从哪几方面去分析会比较有效?

我想，表现好也并非不需理会。大家的看法可能是，很多时候觉得好，就松懈下来，但好的情形不会历久不变。因为一个循环始终有兴有衰，即是达到了最好一面之后，就是衰退另一面来临的先兆；同时，即使情况很差的时候，亦未必是一个最恶劣的投资时间，甚至应该改变策略，趁低吸纳。所以，投资最需要有先见之明，不要盲从大市，随波逐流，或者人云亦云，这种做法，很难获得一个预期理想的投资回报。

我刚才提到，即使情况好的时候也要看一看，好了一年，第二年又好，于是，我们很多时候会看好第三年，但通常来说，好景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会永恒，例如股票市场。因为当人人看好的时候，不好的一面就看不到，一旦将来出现逆境，便马上手足无措。我们怎样衡量将来有些什么转变呢？最重要是观察经济的变化、息口的转变，或那间公司市盈率的转变！

以香港为例，比如香港的市盈起码大概是10倍，过去的市盈率升到18倍、19倍，即是说，波幅方面出现反反覆覆，过去10多年都是这样。如果股市的市盈率已升得很高，投资者便要审慎一点，虽然那时候股市是那么好，投机的气氛甚浓，十分容易赚钱，这时很难令人做出一个减持股票的决定。相反，当股市很低迷的时候，或这个行业很低迷的时候，又很难叫投资者提起兴趣去投资。但是，如果能够看通别人看不到的情况，制订出一个投资策略，趁低买入，这个很重要！

雷先生，刚才提过，如今资讯发达，同时，股票、黄金或外汇市场波动频频，做投资组合的时候，应该考虑的因素多了很多。比如，我们投资日本股票市场，日股上升，但日元的汇率就下跌得很厉害，投资者应该怎样做？

很多时候，投资者看好某一样东西时，就尽买那一样东西；当这样东西不好时，则避之则吉，完全不买。我们做基金便不会采用这种做法，我们自己会有限制和节制，即使看得很好，都不会尽买一种股票，而会分散投资。分散投资很重要！为什么要分散投资？因为有很多事，我们都不能够预先估计得那么准确。

我们的做法，是将股票、债券和现金分散地投资。比如，我们做退休金，定出一个上下限，在市况不好的时候，就投资六成左右的股票；好的时候，就投资八成半股票；而债券方面，如果市况不好，我们很可能投资百分之十；好的时候，就很可能投资百分之三十，按照这样的比例。至于现金就不会持有太多，因为现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的回报不是那么理想，所以持有百分之一或二，充其量到百分之五左右，根据这个比例去做投资。

与此同时，我们估算那个投资回报，并且仔细分析一下，每个地区的投资回报。当我们看到，东南亚长期的回报增长是好的，这样，我就长期持有多一些东南亚的股票，其他各个市场的比例则持有少一点。但是，不会去到全部持有东南亚股票的地步!你可以看到，过去一两年，东南亚的股票表现并不理想。

这证明一件事，投资者需要弹性处理他的投资组合，因为如果只看到东南亚市场好，就全部投资在东南亚，不理会这个股票市场的市盈率高到什么水平，只盲目着眼于东南亚股票市场的回报率好，这种做法一定有偏颇。当然，东南亚的市场回报很有潜力，长期投资肯定会很理想；但是，可能短期之内，有一两年的投资回报不是那么理想。在这种情形下，可以在某一两年的时候，弹性一些参与其他股票市场，比如美国、欧洲和日本股市，制定分散投资的策略。

至于汇率的波幅，在今年来看，我们会观察日元和欧洲货币的表现，这对估计投资回报是很重要的。因为过去几年美元处于弱势，估计今年和这段时间，美金可能比较强一些；在这种情形下，我们便要评估，究竟投资美国债券好，抑或日本债券好?或者是欧洲债券好?

如果日元和欧洲货币是弱的话，投资到那里的债券市场，你所收到的息口，未必能够弥补汇率的跌幅。如果不采用套戥的形式，投资就不会那么理想。有时候，数目少的套戥不是很值得去做。在这个情形下，以美元做单位的投资是比较理想一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长线眼光看得更远

日本市场正上升，德国市场也上升。这样，你所持有的外币横竖都是亏蚀，但在汇价之外的投资又赚回来。如此一来，就每分钟有机会弥补在外汇方面的损失！

最后，想请教雷先生，你做了基金这么久，投资基金亦做得那么出色。你自己做投资组合，或者做个人理财，你有些什么投资心得可以与大家分享？

我刚才讲过，我的投资策略是用一个比较长期的投资角度去处理，我亦讲过，长期投资的回报较一些短期投资回报好。可能有些人觉得，短期来看，我的回报是很好，于是沉迷于短线的成果，甚至觉得以快打慢，认为这种做法很聪明。我就不很接受那种做法，因为我觉得，人不可能永远那么幸运，我们要靠分析，靠眼光，靠远见，要具备这个条件才理想。

制订投资组合亦如此。最重要的是我们应分清世界经济的转变是怎样，将来几年可能会怎样；接着，我们便可以看到，哪些地方的长期增长比较好，于是着重那方面的投资。另一方面，亦不可以忽略了某一些地区，可能有一个短期的经济上升浪。利用那个循环上升，作一部分的投资。这样做，亦可以分散投资。

此外，部署的方法也很重要，因为这直接影响到投资回报的好坏。我们评估投资的风险，亦希望尽可能在低风险时入市，高风险时只是持有，千祈不要增持，甚至短期可以稍为减持。除了这些短期的轻微更改之外，长期持有的投资策略是很重要的。

（庞宝林　编译）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·罗杰斯

热心公益的基金经理

如果衡量一个基金经理优劣的标准再加上社会责任感这一条的话，那么艾略尔发展基金(Ariel Grouth Fund)的掌门人约翰·罗杰斯无疑是一个非常优秀的基金经理。艾略尔发展基金资产共有 1.68 亿美元，但它从不投资于那些产生严重污染的公司，不投资于日进斗金的烟草公司，也不投资于那些劳资双方存在严重分歧的公司。人们要怀疑，请这样一个善心的社会公益家来做基金经理，这基金能赚钱吗?事实上，该基金 1997 年的收益率达 36.4%，大大超过罗素(Russell) 2500 指数 24.4% 的涨幅。在 90 年代初，艾略尔发展基金的成绩并不引人注目，但最近 3 年它的年均收益率达 25.9%，超过同类基金指数的涨幅。

当然，罗杰斯成功的关键并非是他对公益事业的热心，而是他一丝不苟地对股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票价值的判断研究。比如说，他喜欢那些流通股不超过15亿美元的公司，而目前的价格相对第2年预期利润在13倍以内。在这一范围内，罗杰斯再逐一进行筛选，挑出几个他认为可能最具潜力的股票，然后耐心地等着其价值发现。

这样的投资原则使罗杰斯在同行中脱颖而出，而且该基金的波动性也仅是同类的60%。当投资者对市场的波动性日益感到无能为力的今天，罗杰斯成功地把波动性降低到一个比同行低的水平，让人叹为观止。

罗杰斯先生，我想最近东南亚发生的金融危机对美国经济多少也会造成一点影响，那么现在投资那些大盘蓝筹股是否相对安全一些呢?

恰恰相反。我认为投资那些小公司才是明智之举。因为大多数小公司的业务主要在美国国内。虽然他们也有一些国际业务，但他们并不像一些跨国大公司一样在全世界抢摊设点。因此相对来说他们是东南亚金融危机的绝缘者。另外，自1990年以来，标准普尔500指数还未出现过大的调整。而小盘股指数一年半以来一直低靡不振，现在可能出现反弹。

罗杰斯先生，你是如此讲究社会责任感和社会公益心，你也不投资烟草业，但这样是否会使你的投资者错过一些赚钱的机会?

我认为不投资于像菲利浦·莫利斯这样的烟草公司，会对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的投资者造成什么利益损害。因为现代社会对烟草商批判颇多，投资于菲利浦·莫利斯这些大烟草商蕴含的不可知风险是很大的，他们不定什么时候又卷进一桩民事诉讼案中。人们总是期盼在相对低的风险中取得尽可能高的回报。没有人希望自己的钱投入一个不可知的黑洞中。

所有的投资者都在尽力避免踏入投资黑洞中，但他们如何来判断这项投资是否是黑洞呢?

我个人的做法是：研究该公司第二年的预期利润、目前的经营状况以及现金流量。

这些方法说说容易，做起来好像太麻烦，从何着手呢?

以我钟爱的全能公司为例吧，首先这是一家制药公司，而医药行业恰恰是我非常看好的一个行业。该公司的成长性好，而且有非常叫得响的拳头产品，当然制药公司通常都是高价大盘股，全能公司眼睛保健类产品的业务做得非常出色，但去年该公司的盈利状况低于市场预期，股价有所滑坡，因此我认为这就是一个买入点。我们也得知全能公司与 Pharmacia & Upjohh 有合并意向，虽然结果尚不可知，但如果公司的股票太便宜的话，总有另外的公司对其发生兴趣。

你把 5％的资金投到中央报业(Central Newspaper)公司，你是出于哪一点考虑呢?

好的新闻出版公司通常有一定的盈利保证，而且战绩不俗。因为目前政府对纸价有所控制，只要公司广告收入增加，其盈利必定也稳步增加。我们力争在这一行业中寻找最佳公司，而中央报业公司旗下的《亚利桑那公报》和《印第波利斯新闻》都非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常出色。现在该公司新上任的总裁采用了降低成本的方法，把报纸重新定价，对公司业务也进行了调整。除了中央报业我们还有美国媒体(American Media)的股票，他们旗下的National Enquirer和STAR两本周刊是继《电视指南》后的全美第2大和第3大周刊，内容相当丰富，读来津津有味。

我听说你们也对严肃出版公司进行投资，比如金色书局(Golden Books)。

是的。金色书局是全美最大的少儿读物出版商，占据了绝对优势。该公司1996年5月被收购后，着力推出了家庭娱乐片，包括录像、电视、电影、游戏机软件等。

那你凭什么说这项投资就不是黑洞呢？

据我们分析，该公司在1999年末、2000年初之前肯定会赚钱。而现该公司股价仅为11美元，我认为是其实际价值的一半。

你最钟情的个股是哪一个呢？

特殊装备公司(Spciality Equipment)，该公司生产冰淇淋加工机。麦当劳遍布全球的分店用的都是他们的机器，麦当劳用来烘烤汉堡的架子用的也是他们的产品。最重要的是该公司的市盈率极低，8倍还不到。

现在科技股很热门，你似乎对其置之不理，为什么？

因为科技的发展实在太日新月异了，这些科技公司改朝换代或者被市场淘汰也太容易了，我对这类公司未来的成长性没有信心。

我在基金业已经做了17年了，我认为我还是投资于那些我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟悉的行业比较好，这也是对投资者的负责。我受巴菲特的影响很深，他总是远离那些不可预期的行业。巴菲特不追逐热门股，在萧条行业中也能发现优秀个股，赚大钱，这一点对我是很有启发的。

罗杰斯的低波动投资组合

公司名称	股价(美元)	市盈率
全能公司	32.88	16.0
美国媒体	7.25	9.8
中央报业	68.88	17.6
金色书局	11.00	不明
特殊装备	17.12	10.7
数据截止: 1998 年 1 月 16 日		

(郑晓舟　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴登·比各斯/罗伯特·法瑞尔

抓住“牛尾巴”

所有的美国人似乎都有这样一种感觉：在总统上任后的第一年以及以7字结尾的年份，股市的表现总是很差劲。但看看现在，1997年——7字结尾的年份，也是克林顿总统连任后的第一年，纽约股市却如日中天，道·琼斯指数突破了8000点历史大关。种种市场指标，比如市盈率、红利等，都接近或超过了历史纪录。在这样一个愈加复杂的市场环境下，投资者原来赖以作出投资决策的标准不再是一成不变的真理。投资、赚钱看起来越来越难了

为了对这个市场作一个透视分析，我们请教了具有60年投资管理经验的巴登·比各斯和罗伯特·法瑞尔。前者是摩根·斯坦利资产管理公司的总裁，后者是美林的一位高级投资顾问。这两位都是华尔街公认的顶级投资策略专家。

尽管他们对某些问题的看法不尽相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同，但他们的建议或许对每个投资者来说还是“金玉良言”。

比各斯：我认为现在的股市虽然仍能被称之为“牛市”，但我不得不提醒诸位，我们已经处于“牛尾巴”阶段，这也意味着投资者不能再盲目乐观了。今后的5至10年里，投资收益最多只能维持在5%至6%这个水平。

不可能达到通常人们盼望的15%至20%的收益率了吗？

比各斯：不可能了。美国股市曾经上演过令众人欢欣鼓舞的一幕，但这一幕现在已经接近尾声了。

法瑞尔：很长一段时间内，很多人都有这样的感觉。

比各斯：是的，但现在“曲终人散”的感觉更强烈一点。

法瑞尔：前几年有个奇怪的现象：初涉股市的生手比经验老道的专家赚了更多的钱。因为经验丰富者对前一两年的股市表示不可理解而变得相当谨慎；而新手则不顾一切向前冲，市场给了他们极其丰厚的回报。这次的牛市显然是历时较长的一次，但我不认为这样如日中天的市场气势能够一直保持下去。

从历史上看，这样的市场通常会以怎样的结局告终呢？

比各斯：虽然历史有时会重演，但并不会有那么多的巧合。1929年的股市悲剧给人们带来了太大的心灵创伤。可是，我们对比一下50、60年代的股市变化，那时抬升的气势比现在还要旺盛，时间也更长，从1966年一直维持到了1973年。

有没有迹象表明，目前的股市隐含着1973年的市场特征呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法瑞尔：我认为两者之间的不同之处远远大于相似之处。首先我要提醒诸位一点，单凭几个数字的相似性而简单地把两个不同时期的市场等同起来是片面的。事实上，我们来分析一下这5年的市场走势，就能很清楚地看出4个比较好的市场阶段。首先，从1993年至1994年是生物科技股的辉煌时期；从1994年至1995年是全球新兴市场的崛起时期；1995年至1996是硅谷的黄金时期；1996年至1997年则是中小型股票带动股指稳步上扬时期。虽然从表面看，这五年来市场一直往上走，但做一下透视分析，我们就可以看出市场隐含的波动，比如上述4个类型的股票在上涨后都有较大的跌幅。

当然市场也有一些保持不败的常胜将军，主要是那些取得了国际特许经营权的跨国公司，还有一些金融股和科技股。这些股票近年来走势相当好，即使有盘整，幅度也不超过10%。我认为这些股票在很长一段时间内会加快上攻，因为进入市场的资金基本上集中在指数基金上，而指数基金通常把钱投入这些领域。

目前这个市场对大盘股来说，已经接近"牛尾巴"；与此同时，中小型股票也经过了一个盘整时期。我的直觉告诉我，市场还有一定的上升空间，中小型股票也还有可能发力上行。

比各斯：让我深为忧虑的一点是，美国市场看上去和日本市场有了愈来愈多的相似之处。不久前，我在意大利参加了一次关于欧洲投资者的会议，席上我听到的一些谈话让我难以置信。几乎所有的人都在说美国各大公司的管理者如何如何优秀，美国的商务学校又是如何如何出色，好像关于美国的一切都是好的。这令我想起80年代末，我们也用同样的口吻评说过日本。相信大家都不会忽略这一点：日本有着极其完善的教育体系，日本的企业文化几乎也无可挑剔——因为他们极少有失误的时候。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幸的是，房地产开始被炒热，高尔夫俱乐部越开越多，这些都是曾经鼎盛的股票市场带来的副产品。当股票市场的泡沫开始一个一个破灭的时候，经济遭受了一个又一个的打击。日本的例子告诉我们，我们不应该仅仅从宏观经济的分析来预测股市的走向，而应该从股市的分析来推测经济的发展前景。

当然在日本发生过的那一幕也不一定会在美国上演。但我不得不指出一点，美国市场的泡沫也愈来愈多；共同基金急剧膨胀，信用卡债务问题也日益突出。所以，如果股市大幅度下挫的话，不仅会大大打击消费者，而且对整个国民经济的打击也会很大。在日本，股市和债市是反关联的：当股市熊气弥漫的时候，债市却可能是一个前所未有的大牛市。在这一点上，美国与日本很不相像。虽然美国股市也可能像日本一样长期陷入低谷，从而给整个经济带来较大的创伤，但在1973年至1974年的股票大熊市中，美国的情况却不是这样。我说的对吗，罗勃特？

法瑞尔：是的。或许情况不会像日本那样严重。在美国股市几乎崩溃的1987年，美国的经济也没有受到致命的打击。但10年后的今天，许多情况都起了变化。经济领域内的各个部分都直接或间接地与持续上涨的股价有了联系。其实，股价的直线飙升当然反映了投资者对市场的信心增加，但从另一方面来说，也可能与各大公司把送股和股票选择权作为对其雇员和管理人员的一种报酬有关。

回想1982年，那时股价极度低迷，没有一个人想把钱放到股市里。现在，股价已经冲到一个前所未有的高点，但每个人都想投身其中。但股市不可能长期地保持这样的高位，因此如果让我来选择的话，我不会把自己的钱投入到指数基金中去，即便那基金是标准普尔指数中举足轻重的。对于已经被市场炒得很热的板块，风险较大。我现在倒比较倾向于那些保持持续增长而速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度相对缓慢的公司。在1998年、1999年直至下个世纪初，我觉得这些公司的股票倒可能有不俗的市场表现。

比各斯:我认为小盘股会带动市场的下一轮行情，但如果货币持续走强，并且一年之中有很长一段时间消费价格指数出现明显下降的话，情况或许就会有所不同了。

法瑞尔:这种担忧也并非毫无理由。如果经济形势不理想的话，小盘股被市场认识需要一个较长的时间。在这之前，如果大盘形势不好的话，小盘股就会受到牵累，则它的启动要从低谷开始。

面对现在的市场形势，你们准备做些什么?是否打算在大盘股中寻找具有投资价值的个股，还是准备把部分资金转移到债市和小盘股上?

比各斯: 我认为现在的大盘股还是有许多具有投资价值的个股。菲利浦·莫利斯(Philip Morris)或许就是一个不错的投资对象。对债市我也比较看好。最近我参加了一次养老基金管理人的会议，他们都吹嘘说自己的投资组合中股票占了多大的比重，现金和债券的持有率又如何低。这与50年代的情形正好形成一个鲜明的对比，那时，纽约由各大银行管理的养老基金的投资组合中，债券占了80%，股票仅占20%。

如果现在有位48岁的投资者，他想为退休后的日子作些打算，那么他应该怎样合理地进行投资?

比各斯: 我觉得他应该投资于美国国债。当然这也有可能是一个完全错误的建议，因为现在全球经济都在飞速发展，这就意味着通货膨胀率可能再次抬头。相应的，银行会提高利率。所以，分散风险还是一个比较保险的做法。比如说，他可以买入一些法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑞尔介绍的小盘股，也可以投资一些封闭式基金，我听说目前有些基金以其每份净资产 80% 的价格出售，这是一个很好的投资机会。

这种情况是怎么产生的？

比各斯：这是因为这些基金回购股份，提高每股的净资产值，或者准备把封闭式基金变为开放式基金。当然投资者还可以投资世界各地的新兴市场，但要避开欧洲市场，因为经过多年的发展，欧洲市场跟华尔街已经步调一致，华尔街一有风吹草动，欧洲市场就极度敏感，已经失去了规避风险的意义了。

那么你觉得怎样的投资组合是比较合适的呢？

比各斯：我们建议 15% 的资金以现金形式持有，32% 投资于美国股市，21% 投资国际股市，32% 作为固定收入。虽然近来亚洲市场表现不尽如人意，但我们并没有减少在那里的投资比例，我坚信亚洲市场还是有较好的发展前景的。

海外市场的分散投资真的让你觉得安全吗？

比各斯：如果你在欧洲投资很大的话，那么这种安全感就会荡然无存。因为我前面说过，欧洲市场对美国市场极度敏感。另外，我们还得意识到现在世界股市的最大投资者是美国的共同基金和投机性投资集团。如果这些基金和投资集团的现金流动出现问题的话，肯定会影响到世界许多地区的股市。当然你可以投资日本股市，因为那里和美国市场基本上脱钩，美国市场的波动一般不会影响日本市场。

法瑞尔，美林公司对你们有什么投资建议？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法瑞尔：55%的资金投入债市，40%投入股市，另5%以现金形式持有。但我一直觉得还有其它的市场可以替换投资，但是个人证券投资的前景不太妙，而且黄金价格也在下跌。

既然如此，可不可以加大对债市的投资呢？

法瑞尔：当然可以。《华尔街日报》最近对55位经济学家作了调查，结果表明大多数经济学家对美国30年期的国债相当看好。

那么投资股市的时候，你们怎样作到规避风险？

法瑞尔：风险无处不在。这就是说你不能把你持有的大盘股一下子都抛出。为了降低风险，我认为投资一些小盘股和新兴市场，比如南美或远东市场，都是不错的主意。我目前正在研究“主题投资”战略，希望能够挖掘一些发展速度超过经济整体发展速度的行业。现一阶段我看好的是钻井公司和服务业。这两个行业一年半以前已崭露头角，而且仍有较大的上升空间。

你们两位认为道指今后三年的走势会如何？

比各斯：在我看来，道指今后三年内并不会大跌。所以我敢打赌说，无息债券和其他债券的年均收益率会在7%至9%，甚至可能达到10%。

法瑞尔：即使股市往下走，道指也一路往下的话，你还是有可能得到很高的回报率，只要你选对投资板块。

但你前面说到股市仍能有一段时间的发展。

法瑞尔：是的。我认为目前美国股市这种上升态势一直会持续到今年秋天甚至今年底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比各斯：尽管有些技术指标与我们的预测相悖。

法瑞尔：那只有让时间来证明孰对孰错了。就目前而言，我们看到成交相当活跃，而且量也很大。

(郑晓舟　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·凯

股东并不意味着一切

约翰·凯现年48岁，1997年年初被任命为新成立的牛津大学商学院院长，经济学教授，作家，伦敦经济顾问公司的创始人和主席。

作为英国最具影响力的管理学家，他主张公司运营时应对其各个利益组成部分作出长期承诺，这是公司走向成功的关键所在。

虽然凯被任命为牛津大学新成立的商学院的院长，但他的就任却颇费周折，因为牛津大学上上下下都卷入了一场关于商学院院址的激烈的纷争。1996年11月，牛津教工会议——一个由学监和教师组成的小型议会——投票否决了拟议中的新商学院院址——一块位于拥挤的牛津市中心的不毛之地。这场关于院址的争论以及最终的否决渐渐地偏离主题，演变成管理学是不是一门严肃学科以及商学院是否适合牛津

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统的讨论。

另一方面，叙利亚裔企业家瓦菲克·赛德捐献了3500万美元用于商学院校舍的建设。赛德警告说，这场争论如果不能在1997年2月以前有个结论的话，他将取消捐赠。凯因此也延迟了他的就任决定。

时下美国和其他许多地区的企业界都有这样一种趋势，就是把股东的收益放在第一位，而你却提出经理们必须很好地平衡所有与公司息息相关的人的利益。那么为什么经理们必须更多地关注诸如客户、雇员、供给商甚至某些地方社团等这类与公司密切相关的人或组织的利益呢?

让我们先回过头来问这样一个问题: 为什么经理们必须把股东的利益放在第一位?我所听到的最有说服力的回答是因为出资股东拥有企业。好，如果一个企业纯粹是由其有形资产构成的话，我也许会觉得这个回答有说服力，但是我认为这不符合事实。一个公司有它的历史，有它的关系架构，还有它的声誉。这些无形资产会使公司增值，由此也增加了股东的财富; 同时这些资产也使那种“股东完全拥有公司”的说法成为怪谈。人们不会这样说，也不能这样说吧。

那么企业管理的首要目的是不是最大限度地增加股东的资产呢?

经济学家们总是倾向于相信任何人做任何事都是为了使某些方面达到最大化，但是在日常生活中，我们往往不是要刻意做大某些事，而是要经常平衡各种利害冲突关系。我认为公司也是这样，所以我想公司并不是为了要最大限度地增加股票价值，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是社会财富；公司经理们实际上是为了平衡多方不同的利益而工作，这才是公司运作的真谛。

如果一个公司不是为了最大限度地增加股东资产，那它的目标又是什么呢？

生产和提供人们需要的商品和服务。开公司其实就是提供就业机会，为顾客服务，培养和提高员工的技能，发展供给商的生产能力——当然也包括为股东们挣钱。

如果我们不接受上述观点又怎么样呢？如果我们坚信事实上所有公司的目标都是基于股东拥有该企业，同时公司的首要目标是为股东带来更多的财富——那么是否还有其他令人信服的理由使管理者们必须平衡股东和其他与公司有密切关系的人或团体之间的利益呢？

有的。只要问自己一个问题就行了：一个公司的生存能力是不是有赖于将某种利益置于其他利益之上？回答当然是“不”。公司是一个团体，如果不关心团体中所有的组成部分，那么公司是不可能存在，也不可能发展繁荣的。假如你既不关心顾客和雇员，又因为系统原因而不能善待你的供给商，那你肯定无法成功地运营一个企业。这种说法当然有些极端，但它概括了我的观点，即一个成功的企业有赖于所有与公司密切联系的人或团体的支持——尤其是从长期的角度来看。不过目前的形势还是企业界声称他们运作公司的唯一目标是增加股东的收益。

你是指企业界运作公司只是为了增加股东收益？你能否具体解释一下？

让我们来看看那些长期成功运作的美国公司吧，比如通用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电气(GE)、宝洁(P&G)、卡特皮勒(Caterpillar)或菲利浦·莫里斯(Philip Morris)等，想想是什么激励人们去为这些公司工作?是将股东财富增加至最大化，还是想成为大企业的一部分?对我来说，答案是很模糊的。但是如果你问问经理们去年他们所关注的目标是什么时，他们也许会说是增加股票价值，他们很可能选择这一华丽的词藻，因为他们被期望这样做。

但是你刚才不是说，事实上，把全部精力都放在股东身上并不是他们的实际目标?

公司实际运作的方式更多地取决于其各个组成部分对公司的看法，也就是说，公司的目标是成为好的企业——能平衡其顾客、供应商、股东和其他密切相关部分的利益，而不仅仅是增加股东的财富。我所接触过的成功的经理中，大部分都主要被委以成功经营企业的重任，而不是要最大限度地增加股票价值。

那为什么你认为经理们会倾向于运用"增加股东利益"这类华丽的词藻?

我想这可以被归咎于80年代敌意收购的威胁。80年代以前，没有什么公司——或至少微乎其微的公司——会将最大限度地增加股票价值作为公司的主要目标。英国最大的化学品公司ICI就是一个很好的例子。1988年，该公司的目标宣言还是成为一个好企业，而到了1994年它的目标已变成增加股东的财富。这是一个明显的变化，它映证了在美国和英国企业界里所发生的变化，这种变化现在又正席卷德国和日本。

你认为美国经理们在他们把注意力转向平衡公司各个组成部分的利益时会面临特别的压力吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为是这样。美国《公司法》和美国资本市场都迫使经理们把股东利益放在首位，而在德国、日本和英国却没有这种情况。

那么特殊环境下，美国公司的主管们在平衡各方利益时如何才能做得更好呢?

美国公司的经理们应该明白两点：一是仅仅注重于增加股东的财富可能会阻碍你做那些对股东来说将会产生长期利益的事情；二是采用股东第一的策略，不仅会使你难以从长远的角度来最大限度地增加股东的财富，而且也会阻碍你，使你不能在众志成城的环境下经营你的企业。

你认为有哪些美国公司现在正转向接受这一管理理念呢?

通用电气(GE)就是一个绝妙的例子。它管理得很好，这是因为它在一百多年的时间里，做了许多与众不同而又颇有绩效的事。我想指出的是，通用电气之所以会有这些业绩是因为它保持了公司的个性——我相信这是任何公司成功的关键所在——并且能通过一系列生意上和环境上的变化来实现它的个性。由于通用电气能在公司的经理阶层里保持这一身价，所以一个个年代过去了，它却始终可以吸引和组建一支极其精明干练的管理队伍。长时间以来，加入通用电气公司一直是一个富有管理才能的人的明智选择。在欧洲，壳牌公司(Shell)和联合利华公司也是类似的典范。

大多数美国的商业学校一直狭隘地将为平衡股东和公司各方利益而作决策的理论归于伦理课教程里。那么牛津大学的工商管理硕士(MBA)教程是如何对待这门课的呢，是不是与众不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同?

是的。自从我认为这门课不仅仅属于伦理范围以后，情况就有所改变。公司应该注重其所有的要素环节，这不仅是因为做生意要合乎一定的道德规范，更因为一个公司只有在它对雇员、客户、供给商和其他环节作一个长期的承诺之后，才能变得更加成功。学生们应该明白这一点，即对公司的各个要素环节作出承诺将会成为公司竞争优势的一个源泉。

(周莉莎　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保罗·威克

芯片迷看电脑股

保罗·威克，这位年仅34岁的基金经理，在短短的几年时间里已上升为科技股投资领域的顶尖人物。他所看好的电脑和芯片厂家，几乎从来没有让他失望过，同时也给投资者带来了丰厚的利润。他所经营的赛雷格曼通讯与信息基金(Seligman Communications & Information Fund)在1994年7月1日到1995年6月30日这一年的回报率为108%。上溯5年，即从1990年7月1日起，其平均年回报率为30%。再上溯10年，其平均年回报率也有25%。1989年该基金的资产仅为4400万美元，而到了1995年，其资产已经达到25亿美元。这样的成绩，不仅让同行刮目相看，让投资者欢欣鼓舞，也让保罗当之无愧地成为全美基金业一颗闪亮的明星。

当然，保罗涉足基金业后也不是一帆风顺的。1990年，半导体行业遭受了有史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来第一次严重的滑坡，保罗的基金也无可避免地受到了巨大的冲击，一年里，其资产整整萎缩了8.2%。随着硅谷重现辉煌，保罗的基金也日益焕发生机。1997年头10个星期，保罗旗下的基金就上升了3.3%。

保罗，现在许多人认为科技股就像一座掘不尽的金矿，你怎么认为？

事实上，许多被市场看好的个股已经受到高市盈率的压力，波动性趋大。比如说，西确克斯(Citrix)前不久一天内整整下挫了15美元，跌到11美元，不过该股以前曾一度在0.5美元左右徘徊。最近，不少个股也有如此灾难性的变化，但总的来说，由个人电脑作领头羊的科技股在最近15年内都会走牛。其实只要想想，那么多的电脑软件、硬件市场销售旺盛，所以科技股是有基础继续冲向市场新高的。

那么究竟有没有方法来减少市场波动对此类投资造成的影响呢？

我们一直在做的一件事，就是对每个股票作一个客观的评价。我们选择股票时一般把市盈率掌握在20倍左右，这也就是为什么现在我们半导体股的比重占到30%，个人电脑和配件股也占了30%的原因。最近我们卖掉了西斯科(Cisco)和3Com公司的股票，因为我们觉得他们的部分产品可能会经历一次价格危机，而这两家公司的股票在1996年底分别占到我们投资组合的第3和第5位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在众多的半导体生产厂家中，你最看好哪一家？

AMD公司(精尖微器械公司，Advanced Micro Devices)。这家公司新开发的电脑芯片潜力相当大，而且总体来说，AMD公司的业绩相当不错。

由此你是不是对 AMD 公司的股票信心十足？

是的。但以前我们认为 AMD 的 K6 芯片会被英特尔的奔腾机大量采用，可后来却发现并非如此，因此我们一度曾降低 AMD 股票的持有量。随着 AMD 的发展，美国许多电脑厂家成了 AMD 的客户，该公司产品被美国国内众多电脑商所采用，并且效能比英特尔自己的芯片好，这与几年前形成鲜明对照。我们估计 1997 年 AMD 的每股收益将为 4 美元，它的股价会保持在 35 美元左右。

听起来你对英特尔颇不满意？

不，事实上，我们对英特尔的投资一直占到总投资额的前三位。英特尔作为硅谷的“大哥大”，许多公司只有与其合作才能获利匪浅。如果不与英特尔合作，比如说停止采用它的某个产品而转向其他供应商，那么英特尔就可能会停止对其提供最炙手可热的新产品或新部件，由此带来的损失会更重。

在众多提供国际互联网股票交易的公司中，你看好哪一家？

美国在线公司(America Online)。因为该公司现在开始有盈利，而且内部资金流动更加畅通。事实上，美国在线是一家真正致力于网上服务并全心全意为此工作的服务商。

你们有没有直接传媒的股票？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有。以前我们握有新闻集团(News Group)的股票，后来发现投资价值不大，于是就抛掉了。另外，我对那些电影公司的股票兴趣也不大。

你怎么看苹果电脑?

苹果电脑是一家具有悠久历史的电脑企业，但我认为美国人不会再购买苹果机了。

你们还是微软的股东吗?

不再是了。微软曾经给我们带来过丰厚的利润，但现在它的股价太高了。

你怎么看 IBM?

无论什么时候，IBM 从来都没有使我兴奋过。在最近的 10 年里，IBM 没有出现过繁荣昌盛和强劲的增长，而它在收购兼并其他企业时又付出了太多。它收购 Tivoli 和莲花公司 (Lotus)时出价太高，而在 1990 年又扔掉了它的打印机分部，该分部现在成为一家非常成功的企业，名叫 Lexmark，我们就拥有它的股票。我看不出有什么迹象表明 IBM 的管理很好，而现在我可以找出一大堆企业，它们也有不错的业绩，但管理要比 IBM 硬得多，且股价也低。我认为投资那样的公司才算是把投资者的钱用在了刀刃上。单从电脑商来说，我们已经把原来对 IBM 的投资移到了康柏等其他更具潜力的股票上。

听说 IBM 曾动用资金在市场上回购自己的股票，以抬高价位?

是有这样的事，但现在已经很少有人认为 IBM 是一个高增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的企业了。

你刚才提到的几家公司都是人们比较熟悉的，你有没有发掘一些比较默默无闻的市场黑马？

你大概不熟悉 ESS 技术公司吧。该公司的单芯片在个人电脑音频系统的生产中处于领袖地位。现在他们的音频半导体几乎被所有的电脑记事本所采用。目前在中国以及远东地区非常热销的 VCD 机的音频系统也都用了他们的芯片。估计现在价位在 28 美元的 ESS，今年的每股收益可达 1.80 美元。另外还有一点很重要，ESS 的市盈率基本保持在 15 倍左右。

能否再向我们介绍一下其他“黑马”？

VLSI 科技公司是我另外比较看好的个股。该企业不久前调整一些内部管理制度，并且致力于研究开发用于手提式电话的 ASIC 芯片。这个股票是属于价位低但增值前景相当好的当之无愧的“黑马”。

能否对高科技股的投资作一下概括？

任何一个市场都不能用简单的几句话来概括。如果就美国的电脑业谈一点总体看法的话，有两点可以强调一下：一是现在英特尔、微软以及其他电脑商正致力于电脑的升级换代、开发新市场，这是好的；另外一个比较乐观的因素是美国电脑零售额几乎占到全球电脑零售总额的 15%，由公司批量购入电脑的销售额也占到全球的 25%。其他发达国家电脑的覆盖率、普及率远远比不上美国，这说明一点：电脑业在全球范围内大有可为，前景非常光明。

（郑晓舟　编译）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲍里斯·乔丹

牛眼看俄罗斯

复兴资本集团的鲍里斯·乔丹坚信俄罗斯市场前景灿烂，他的成功或许是对他自己信念的一种佐证。

“当我第一次劝说人们投资俄罗斯市场的时候，我受到的是冷嘲热讽，而且几乎要被驱逐出门，但现在，他们对我已经笑脸相迎……”鲍里斯·乔丹说道，这位年仅 31 岁的基金经理，有可能还是最年轻的创业型的百万富翁，终于让自己的成功改变了人们对他的偏见。

其实，人们对乔丹的态度发生如此巨大的变化还是非常可以理解的。乔丹谈到，1992 年他刚刚开设CS第一波士顿莫斯科营业处的时候，如果有谁交 100 万美元由他来投资，这笔钱现在准已变成 1000 万美元。

乔丹之所以对俄罗斯市场怀有如此深厚的感情和执著的热情，除去经济方面的因素外，还有一点则是因为其家族的因素。乔丹的曾曾祖父是 19 世纪初沙皇亚力山大一世的教育大臣，他的一个亲戚还是末代沙皇尼古拉二世的御医。虽然乔丹长在纽约长岛，但实际上他还是生活在家族和故土的传奇中，家人间说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的也是俄语。

乔丹对俄罗斯坚定不渝的信念当初还是打动了一个颇富冒险精神的老板。这位资本家交给乔丹一笔钱，让他到俄国的经济改革中去实现他的梦想。这位资本家在1996年得到了巨大的回报：莫斯科股市整整上涨了165%。

与此同时，乔丹也开创了自己的事业——复兴资本集团(Renaissance Capital Group)问世了。创业之初，乔丹显示了一个投资家的胆略和卓识。他把大量资金投入到生产移动电话的威培康(VimpelCom)公司，这家公司果然不负所望，于1996年11月成为在纽约证交所上市的第一家俄罗斯公司。复兴资本集团旗下的斯普提聂克基金已由最初的250万美元膨胀到现在的4500万美元。没有人相信俄罗斯股市会以每年翻一番的速度发展，尤其是目前来看，俄罗斯经济发展缓慢，很多人又恢复了对俄罗斯市场的悲观态度。但乔丹对俄罗斯市场的信心却没有因此而消减，他说：“对我来说，不仅仅要在俄罗斯市场赚钱，而且我感到我已经成为这里的一分子了。”

鲍里斯先生，比如我是一位外国投资者，我所读到、听到、看到的关于俄罗斯的报道，不容我对这个市场感到乐观，那为什么我要投资于此呢？

首先一点，东欧各国和俄罗斯都属于世界上工业化程度比较高的国家，但与美国、日本、西欧各国等其他发达国家不同的是，东欧和俄罗斯的GDP以5%至8%的速度递增。单凭这一点，就应该把俄罗斯市场列入你的投资考虑中。其次，俄罗斯还拥有世界上最便宜的工业资产，股票的市盈率相对较低。考虑到这两个因素，有见识的投资者就会毫不犹豫地把部分资金投到这里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽说俄罗斯的经济增长速度会在5%至8%之间，但很多人始终对此表示怀疑，有人甚至还认为俄罗斯的经济会出现负增长，这一点，你怎么看?

我们可以把东欧和俄罗斯作为一个整体来看，因为两者之间有许多相似之处，而且都在进行经济的重组和改革。现在波兰的年经济增长速度为8%，匈牙利在2%至5%之间，捷克在4%至5%之间。所有这些东欧国家经济都没有出现负增长。

当然我们得承认俄罗斯是一个大国，经济改革不可能像东欧各国一样见效快，而且困难也可能会大一点。据一个非官方消息说，1997年俄罗斯的经济增长率会在0至1%之间，但这毕竟不是负增长。而且俄罗斯的石油产量今年也会有较大幅度的提升。从1996年中期开始，俄罗斯的用电量开始呈上升势头，这说明愈来愈多的工厂投入生产。所以，我坚信在2到3年的时间内，俄罗斯会循着东欧经济发展的轨迹前进的。

如果说世界上还有哪一个地区的经济发展潜力能和俄罗斯旗鼓相当的话，那就是亚洲地区了，这也是大多数人都看好的一个投资热点。但俄罗斯的投资潜力决不亚于亚洲。

如果现在有100万美元交给你在俄罗斯投资，你会投资在哪些方面呢?

首先，我会把45%的资金投入莫斯科股市，而且主要会投资在能源和电信股上；另有35%会直接投资在工业，特别是造纸、木材等基础工业上；剩余部分则会购买一些国家债券。

你当初慧眼识出威培康公司股票的发展潜力，是否还有其他公司也像威培康一样会渐渐爬升呢?

是的，还有许多公司的发展潜力也很不错。比如说，俄罗斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在最出色的矿泉水公司——圣泉公司。

那俄罗斯东正教会旗下的公司怎么样呢？

教会只是对那些公司拥有股份，不参与实际的经营管理。但那些公司的牌子在消费者心目中的形象非常好，因为与教会联系在一起，容易让人产生信任感。

你们的其他业务如何？

两三个星期前，我们购买了一家企业 49% 的股份，该企业正好领到了在乌克兰建立移动电话网的许可证。因此，我们有可能建立一家与威培康非常相似的企业。我们还在俄罗斯的炼钢行业中有投资。其他直接投资主要是饮食行业，比如说罗斯体克饭店集团。该集团开设的炸鸡和比萨快餐，生意相当不错。该集团一家在莫斯科的分店每平方米的营业利润高居全球饭店业之首。

我们都知道，俄罗斯是一个自然资源相当丰富的国家，但它对石油和矿产方面的投资有许多税收和法律上的限制。这种情况会在多短的时间内得到改变？

对于这种税收和法律上的限制，我更倾向于说这是俄罗斯对其国内自然资源的一种保护措施。俄罗斯的确希望其国内的公司企业能投资开发这些矿产。从宏观经济角度和政治方面的因素考虑，这种限制无可非议。想象一下，如果 AT&T 公司一夜之间被日本人买走了，美国人会有什么反应？现在俄罗斯的私有化进程已经基本结束，我认为这种限制今后会逐步减少。

如果现在有投资者准备投资东欧或俄罗斯基金，让你对投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者提一点建议的话，你会建议他们主要投资哪一类基金?

如果投资基金的话，则主要看是谁来运作这个基金。我发现世界上有许多国际金融公司规模较大，业务的覆盖面也很广，但实际上，它们的盈利率往往要低于那些专做某一地区业务的小型基金。而且，我认为投资那些资产在50亿美元以下的中小型基金远远优于那些几百亿、几千亿美元的大型基金。当一个基金膨胀到几百亿甚至上千亿的时候，往往就很难对市场变化作出迅速的投资反应了。现在个人投资者能够很方便地通过基金投资于俄罗斯市场，比如说，摩根·斯坦利、怡富等国际著名投资公司已经进入俄罗斯市场，但就像我刚才说过的，大基金的业绩反而不如那些默默无闻的小基金，因为对这些国际基金来说，俄罗斯仅仅是它们的一部分业务，而对小基金来说，它们的全部注意力就集中在这一地区。比如说，凯普林开放式基金，在1996年7月开展业务以来，盈利率已经高达49%。

目前投资俄罗斯市场的收益率估计会达到多少?

今年年初，俄罗斯股市上涨了70%。其中一个因素是因为美联储提息。虽然最近东欧和俄罗斯市场可能会有些疲软，但后劲相当足。在我看来，1997年包括今后两年，俄罗斯市场的收益率可能会达50%。

(郑晓舟　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼克·摩尔/罗杰·奥纳尔

网络股方兴未艾

高科技公司之间的竞争就像它们产品之间的竞争一样，不断地被市场筛选和淘汰。因此，投资高科技股也极具挑战性，你要么大发其财，要么一无所获。最近，我们请教了两位科技股的顶级投资者：尼克·摩尔和罗杰·奥纳尔。在前者的领导下，弗兰克林·加利福尼亚发展基金(Franklin California Growth Fund)1996年的回报率高达41%。后者管理的蒙特古姆瑞发展基金(Montgomery Growth Fund)去年的收益率为23.6%——尽管这个数字低于标准普尔500指数的增长率，但他管理的基金以一个前所未有的速度发展着。在一年的时间里，该基金的总资产翻了两番，目前已达到8.56亿美元。

科学技术领域中最激动人心的发展趋势是什么？

罗杰：毫无疑问，国际互联网的发展是最激动人心的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者已经意识到，找到一家好的公司并了解它的经营情况是远远不够的。他们想要知道的是：他们的投资究竟能获得多少回报？对于投资者来说，选择一个有利的建仓时机是非常重要的，这关键还在于静候一个恰当的价位。比如从1995年12月至1996年5月，与国际互联网相关联的股票价格下降了65%。原因是在1995年，受到蛊惑的投资者几乎愿意倾其所有来购买股票，但一年后，他们尝到的只是失望的味道。

那么，既然那时与国际互联网相关联的股票价格已经下降了很多，投资者是否应该视之为一个建仓的机会呢？

尼克：只有这些公司真正在经营上取得突破，投资者的潜在利益才能有所保障。股票价格虽然是选择建仓的一个十分重要的因素，但不是唯一标准。就这些公司的经营而言，我认为它们至少应该建立一个比较固定的客户群，然而很多公司连这一点都没有做到。我现在的确持有一些与国际互联网相关的股票，主要是那些为互联网提供服务的公司。这些公司借助互联网成功地打开了销售渠道。我们研究这些股票，试图找出其中内含的投资价值。比如，我们投入巨资买入了太阳微系统(Sun Microsystem)公司的股票。这家销售服务器的公司靠互联网的兴起获得了巨额利润。同样，靠互联网起家的西斯科系统(Cisco Systems)公司的年收益也正以80%的速度递增。这对于一家年营业额为十几亿的公司来说相当不易。

那么，高科技股的发展前景又如何呢？

尼克：任何对价值规律有所了解的人都会觉察到一些股票在这样高的价位上交易是毫无意义的。我本人并不欣赏部分公司的经营模式，比如Netcape公司和Secured Computing公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。诚然，它们的发展是很快，但从长远来说，这些公司目前这种发展有一个限度，因为你不可能限制其他公司也生产类似的产品。的确，它们也颇具创新精神，但软件开发公司比比皆是。互联网上最成功的公司成立也不过两年，对其他公司来说，要加入这场竞争也并不是一件很难的事。尽管如此，我个人对与互联网相关的公司仍然持有乐观态度，因为互联网的发展势头仍然非常强劲，这势必会带动与其相关联的企业稳步发展。

罗杰，你也购买与互联网相关的股票吗?

罗杰: 几个月前，当 Netcom On-Line 公司的股票从 100 美元跌至 25 美元的时候，我们买进了一些。在 25 美元这个价位上，该公司回购了总值为 2.5 亿美元的股票。同时，该公司通过发售新股，又筹集了 1.4 亿美元的资金。因此，我觉得这家公司目前这个价位比较具有投资价值。

市场是否对与互联网相关股票的期望值太高了?

尼克: 国际互联网的实质是建立了公司与顾客之间交流的渠道，这种信息传递方式现在遇到了一个极大的发展契机。我们正处于一个把网络技术作为新鲜事物的时代，但我们还未真正做到将每一个人联系起来。一些最新的数据显示，1996 年 8 月，电子邮件的份数甚至超过了普通邮件。当然，这仅仅是一个开始，因为普通邮件在数量上还未缩减。因此，我们有理由相信，这些公司会有更出色的表现。

高科技股的投资价值是否正逐步在消退呢?

罗杰: 如今通过这些高科技股票赚钱已不再像以前那样轻而易举了。但这一领域并没有走下坡路，一些公司的发展速度有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所减缓，可它们仍以一个相对稳定的速度发展着。

尼克：我认为我们经历了1994年的过度悲观期和1995年的过度乐观期，已经进入了一个相对稳定的发展阶段。在选择个股方面，我有两个建议：一是挖掘那些总体经营不错，但某个季度盈利下降而导致股价下跌的公司；二是找出那些经营业绩蒸蒸日上的公司，它们的股价有可能是处于一个很高的位置，但由于这些公司成长性好，因此股价可能连续创造新高。属于这一类的公司有Shiva科技，这是一家年增长幅度达到60%的公司。目前它每股价格在90美元左右，是其1997年预计每股收益的50倍。另一家是Remedy公司，专门替公司编写内部服务软件，目前它的盈利以每年翻一番的速度增长。现在其股价是60美元一股，也是其1997年预计每股收益的60倍。

那么，电信股的前景如何？

罗杰：电信业是一个具有相当活力的领域，我很有信心。如今无线通讯的覆盖率还相当低。这一领域的杰出代表是北方电信、爱立信、诺基亚等，最近AT&T的风头大有盖过前面几家公司之势。此外，提供数据库和网络服务的公司也前景看好。

尼克，你认为哪些领域是最具有活力的？

尼克：我同意罗杰的观点，提供数据库和网络服务的公司的确不错。我们要以一个长远的眼光来看待个股。当前还有一个趋势是电子数据互换系统的兴起，即实现公司与公司之间的联网。Sterling商务公司在这一领域内处于领先地位，它不仅获利颇丰，而且股价相对较低，我比较看好。

(杨伟菁　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李·库伯曼

从高盛到欧米茄

现年54岁的李·G·库伯曼(Leon G. Cooperman)曾经不无自豪地这样说:“作为一个成熟的机构,我们通常只买进价格被低估的股票,同时抛出那些价格被高估而失去投资价值的股票。另外,我们也在一些我们认为合适的海外证券市场上投资…… 这些原则听起来也许平谈无奇,但却行之有效,我们今年的盈利就上升了26.4%。”

早在80年代,李就是高盛(Goldman Sachs)的合伙人之一。那时候他的市场分析颇受新闻界欢迎。高盛的盈利状况一直不错,所以当李1991年离开高盛,筹资4.5亿美元另建一个套头基金——欧米茄投资咨询公司(Omega Advisors)时,许多人都深感不解。为了弄清李“另起炉灶”的真实原因,前不久我们拜访了李·G·库伯曼先生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李，你怎么认为投资者会倾向于选择套头基金而不是共同基金呢？

坦白地说，我认为你的问题带有明显的倾向性。投资者选择我们是因为他们相信额外的付出会给他们带来额外的回报。如果市场低迷，他们就相信我们会有办法使他们的投资在市场回升时获得高回报；如果市场过度繁荣，他们则坚信我们能采取措施预防损失；而如果美国市场疲软，他们又相信我们能在海外市场上为他们的投资找到出路。

你不是在说欧米茄已经取得了行业性垄断地位吧？

我可没那么说。我的意思是，我们更注重扎实的工作和缜密的研究，并且保持一定的灵活性，这是我们的生存、发展之本。欧米茄创建 7 年来，我们根据市场的具体情况有时做多，有时做空；既投资过美国证券，也投资过海外证券，甚至还做过外汇；我们不但进入日本、德国、瑞典等成熟市场，而且还进军新兴市场。这灵活性使我们在竞争中更具优势。

结果怎么样，这些年来欧米茄的业绩如何？

扣除所有的费用和成本，1992 年我们的盈利增长了 19%；而同期标准普尔 500 指数的增长率约为 8%。1993 年，市场上升了 10%，而我们的盈利增长则达到了 66%。不幸的是，1994 年我们在投资外国债券时蒙受了损失，盈利下降了 24%。好在 1995 年又回升了 27%，1996 年再升 26%；而同期标准普尔 500 指数的增长率仅有 13%。

你如何看待当前的市场？

目前我们约有 60% 的资金用于证券投资。但我们认为有迹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象表明市场已接近顶部。

我想你所说的“迹象”应该包括利率水平吧?

没错。1995 年长期债券的回报率从年初的 8% 下降到年末的 6%，但 1996 年的情况则完全相反，回报率又回升到 7%。通常情况下，当银行利率调至最低点后，在一年左右的时间内，股市就会走下坡路。

1996 年市场的繁荣还得益于公司盈利的巨大增长(年增长率约为 20%)。但 1997 年的情况有所变化，预计公司年盈利增长率最多不会超过 10%。

经济环境也出现了显著变化。现在，人们已不再热衷于谈论削减资本收益税之类的话题了，取而代之的是公司红利的数额、工人实际工资的下降、最低薪金和燃气税等等问题。

同时，市场本身的一些技术指标也支持我们的上述结论: 1997 年 5 月份首次公开发行的新股数目增加;场外交易量迅速放大;巨额资金流入共同基金。其实，在过去三年半中，流入共同基金的资金已经超过 1993 年前 50 年内流入的资金总和，由此不难推断出股市未来的走势。

既然如此，欧米茄为什么还将其 60% 的资金投入证券市场呢?

首先，万一我们的判断不正确，这种做法就是相应的对冲措施。其次，股票种类繁多，市场表现不可能是“清一色”的，那些具有良好市场前景而价格被低估的股票极可能有不俗的市场表现。再说我们的主营业务毕竟是证券投资，我们的工作就是要找出价格被低估的股票，无论市场如何变化，只要我们努力去干，总能找到理想的投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使是在目前的市场水平之下?

是的。我昨天到匹兹堡访问了通用营养品公司(GNC),我认为该公司股票的价格被严重低估,GNC 的股票具有极大的潜力,我们正在等待市场证实我们的结论。

看来你们是给 GNC 套住了吧?

完全不是这么回事。GNC 目前的价位是 17 美元,我们的买入价大约是 14.5 美元。GNC 是一家盈利状况极好、成长迅速的公司。该公司主要经营维他命产品、节食类产品、天然食品和其他类型的卫生保健品。在目前人口老龄化日趋严重,人们对健康保健日益重视的情况下,该公司的市场前景不可估量。

GNC 目前有 2600 家下属或授权机构。预计在未来几年内,这个数字会增加到 4000;它在海外拓展的空间也非常大。据悉,它的授权商年回报率高达 75%以上。

这样高的回报率肯定会导致日趋激烈的竞争。

是的。但竞争者很难同 GNC 较量。GNC 是全美唯一一家拥有全国性营销网络的营养保健品销售商;同时,其强大的生产能力也为其营销的顺利开展提供了坚实的基础,这一点是竞争者望尘莫及的。

据我所知,最近 GNC 在股市上遭到了重挫。

没错,新闻界曾披露了 GNC 的某些产品有副作用,该公司的销售额和盈利也因此大受影响,其股价也几乎是一夜之间就从 20 美元跌至 14 美元,我们就是在那时候建仓的。GNC 目前正在调整其问题产品,销售状况已经开始好转。也许它的股价一时还难于冲上 30 美元,但我们相信 GNC 站稳在 20 美元之上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是时间问题。预计该公司1997年的每股盈利将达到1.2美元，股价也将稳居24美元以上。

那么你是否认为这是欧米茄基金经典的市场操作方式呢？

还要考虑有关公司的现金流量。足够的现金流量才能保证上市公司增加红利、回购股票和进行其他有利于投资者的市场行为。当3个月前GNC在市场上遭到挫折时，它曾以每股16美元的价格回购了7600万股股票。所以，综合考虑GNC的损益状况、现金流量和管理体制，我们完全有可能增加该公司股票的持有量。

你怎么看IBM，它不是也喜欢大量回购自己的股票吗？

这也正是我们看好IBM的一个重要因素。IBM简直就是一台造钱机器，它每年都能产生40亿至50亿美元的现金流量。1995年该公司回购了大约8%的股票；1996年又如法炮制。我认为该公司的股价依然被低估。

作为计算机生产行业中的巨无霸，它的股价为什么会被低估？

投资者通常并不看好像IBM这样的硬件生产商。他们认为该行业已经从大型机时代进入台式机时代，因此IBM已成为过去式。实际上，IBM在国际互联网产品的生产领域里一直占据着统治地位，而计算机用户在设计、装配和计算机管理方面却需要越来越多的支持和帮助，这将使IBM在相关服务领域内占据越来越多的市场份额。

IBM在欧米茄的投资组合中占了多大比重？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4%。IBM 是我们的第二大投资对象。

如果你手头有 10 亿美元，你打算怎么投资？

我们会把这笔钱投入到已经选定的投资对象中去。比如 Barnes & Noble。该公司是全美最大的图书公司之一，它拥有大量的连锁书店、良好的增长前景和较低的股价。它准备在未来几年内使其下属联锁书店翻一番，年盈利增长速度有望达到 25%到 30%。到年底，该公司将凭自有资金进行新的自我发展，预计其股价将达到 45 美元至 50 美元。

Pogo Producing 也会成为我们追加投资的对象。该公司 1997 年的现金流量将会比 1996 年增长 50%。

另外，Air Touch Communication 也有很大的吸引力。该公司生产通讯设备，属于朝阳工业，其现金流量增长率在未来几年内将保持在 20%以上，它的股价目前仍被低估。

你们还有其他股价被低估的投资对象吗？

Comcast。该公司生产有线传输设备。由于市场一方面高估了来自卫星传输设备生产行业的竞争，另一方面又低估了 Comcast 在行业竞争中提升的潜力，所以该公司的市场表现一直不如人意。Comcast 目前是行业内最便宜的股票。

Viacom 也应受到投资者的关注。1996 年初，我们以每股 50 美元的价格出售了 400 万股该公司的股票。最近我们又以每股 35 美元的价格重新建仓。我们坚信，Viacom 无论是在影视娱乐业还是其他业务领域都会有更好的表现，其现金流量也终将遂人心愿。他们目前已拥有世界一流的媒体，在 1997 年采取减低负债率的措施后，其股价也将重上 50 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧米茄另有40%的资金投在何处?

一小部分投入了美国政府债券，大部分则投在欧洲及新兴的债券市场之中。

最后我还想问两个有些“令人难堪”的问题。第一个问题，欧米茄打算怎样避免重蹈1994年盈利剧跌24%的覆辙?

我们得做很多工作，包括提高对外投资人员的素质，建立健全风险管理机制，加强对外投资额度的限制等等……

第二个，也是最后一个问题。据报道，高盛1997年仅一个季度的税前利润就高达5.89亿美元，你对当年离开高盛的决定有何感想?

我在高盛工作了24年，对它很有感情。在这24年间我一直从事人事和投资策略研究工作。一位古代哲人曾说过，人应该经历多种职业生涯。欧米茄是我第二个职业。正因为作了这样的抉择，我才有机会去干自己更喜欢的工作: 运作资金。对当年的决定，我没有也永远不会有任何遗憾。

(杨　超　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳伦斯·弗里曼

发现低谷背后的价值

1996年的澳洲股市是一个被遗忘的市场，这也不足为奇：那里的股票年回报(以澳元计)只有可怜的10%，经济增长也仅3%，比预期的要低。就在它邻近的市场一个个被炒得热火朝天，如港股回报高达34%、马来西亚达24%、菲律宾也有22%高收益的时候，澳洲股市对于国际投资者来说当然就难有吸引力了。

但是在芸芸众生中，劳伦斯·弗里曼对澳洲的投资却相当有声有色。他在悉尼的11个有价证券和固定收益基金家族在同行中始终得分很高。1996年更是毫不例外，11个基金中有7个在市场中保持领袖地位。27岁的弗里曼在澳洲股市中既是一位经验丰富的投资者，同时也是一个地缘政治学迷。他将目光瞄准那些资产价值被低估的股票，同时紧跟全球股市的投资潮流，他认为今年他一定能从此策略中获益不少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

澳洲股市 1996 年的表现令人失望。现在，分析家们迅速调低了对公司盈利的预期，那么澳洲股票是否还有投资价值呢?

当然有啦。在澳洲工业股市场上，真正的市盈率只有 12 到 13 倍，这要比美国股市和任何一个亚洲股市都便宜。这里(指澳洲)的分析家都很保守——我认为实际上是太保守了。他们过去太乐观，现在又用调低公司盈利预期作补偿以增加市盈率，从而使澳洲股市看上去相对较贵。但那是靠不住的，尤其是现在有一种推测，今年经济将出现一个较温和的启动。同时，澳洲目前工业股的平均股票收益率是 4.2%，这是美国股市的两倍，而且是在通胀率相似的情况下(2% 比 2.2%)达到的，所以澳洲公司的股息支付能力不可能在短时间内下降。

在行业选择方面你有什么特别偏爱的?

首先是金融业和银行业。1996 年澳洲利率下调了三次，共减息 1.5%，我觉得还有 0.5% 到 0.75% 的空间可减，这对银行来说就意味着生意会好，融资成本正在变得越来越便宜，大家肯定都到银行去借钱。现在有很多公司已经行动起来了，这对我们是一个激励。在这一行业，我们看好澳洲国民银行，它是澳洲最有效益的银行，拥有最好的资产负债表和资产收益率，这只股票也是我们 Safe Link 基金所持筹码的核心部分。Safe Link 基金是我们旗下专门投资于澳洲银行业的专项基金，年收益率达 30%。

由于按揭利率可能会调得更低，受此利好影响，我们也很注意与建筑和地产板块有关的股票。这方面我们看好那些全球化经营的公司，Lend Lease 公司就是一例。这不仅因为该公司在国内是大公司，更因为它在整个东亚地区都有发展，开立工厂和工业基地，同时在美国也致力于商场和办公楼宇的建设。最近它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚刚宣布将与美国最大的为退休基金管理房地产证券和按揭投资的公司——房地产证券投资管理公司——联手，如果这一方案成功的话，该公司将迅速步入世界舞台。

另一个我们较看重的领域是媒介。我们在澳大利亚商品交易所上市的封闭型基金——第一澳洲基金就主要持有新闻集团(News Corp)的股票，我们面向国内的 Growthlink 基金也主要持有该股。说起鲁伯特·默道克(Ruppert Murdoch)，他是一个真正的全球战略家，他在行业宏观规划方面显得尤其成功——在雄心勃勃地经营企业方面也是如此。仅在亚洲，默道克的卫视台(Star Television)就极有潜力，可发展到拥有 36 亿观众的规模。

天然资源板块怎么样了?1996 年你曾经过分调高这部分股票的比重，结果使你的国内证券组合受损。

是的，我们对天然资源的关注比市场早了 12 个月。我们将国内证券组合的资源股比重平均调高到 42%，而市场上资源股的比重只有 33%。我们预计世界经济会启动得更快些，但事实上却没有。现在看起来真正的启动还要再过 6 个月时间。不过我们关注的是资源需求的基础开发。鉴于新兴市场对资源需求的大量增加，我们预计 1998 年资源公司的盈利将平均上升 20% 到 25%。目前仅中国对资源的需求每年就上升 10%，只要它保持发展的需求，澳洲就将处于有利的地位，因为我们可以为此需求提供原材料，澳洲出口的很大一部分——可能有 65%——都流向亚洲。我们所选择的上市公司不仅是在出口方面有增长，而且在产量上也不断扩大，这样即使经济增长趋缓，这些公司也将生产更多的铜、铅、锌、锡、铝，因而 1998 年它们还是会赚更多的钱。通常情况下，这些公司产品的 70% 已经在期货市场上出售，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余下的部分则流入活跃的现货市场。

在这一领域，我们钟爱的股票是澳洲最大的公司——BHP 公司(Broken Hill Proprietary)。BHP 在世界钢铁、能源和矿产业里都是强手，它遍布整个亚洲、北美和南美，以及非洲地区。该公司总是斥巨资在第三世界勘探资源，然后运用第一世界的技术去开发。

那么你认为哪几个行业是 1997 年最理想的投资方向?

我还是宁愿偏重于资源股——这可占到一个证券组合模型的 45%——特别是瞄准那些低成本的基础金属生产商，它们中有许多在澳洲上市，但却在亚洲各个角落里掘矿。另外 25% 的资金我们将投在银行、基金经理和保险公司身上。然后我将把 20% 的资金投向其他领域里的小盘增长股，这方面我最喜欢的两个公司是 Polartechnics 和 Hydromet。Polartechnies 是一家技术公司，专门生产一种在早期就能检测出妇女宫颈癌的仪器。这种仪器高及腰身，有一根探针发出光束和电流，从而检测出普通细胞、癌症前期细胞和癌细胞，准确率高达 97% 多，而一般的切片检查准确率只有 60%。目前该公司正在寻求美国的批准，并且极有可能震动整个医学界。Hydromet 公司则开发出一种技术，可净化矿场或冶炼厂排出的废料。最后我将把剩下的资产余额(大约占总资产的 10%)投在建筑和房地产类股票上，这部分投资是很有价值的，我将轻轻松松地坐收渔利。如果你买的是有价值的股票，那么在一轮周期的某一时点上，你会得到很好的回报的。

(周莉莎　编译)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 戴志康

发现“苏常柴”

上海证大投资管理公司董事长戴志康先生，1964年出生，是90年代初中国基金业的开拓者。1992年，在海南成功发起建立了国内最早的公募投资基金——富岛投资基金。先后毕业于中国人民大学和中国人民银行金融研究所。1987年起先后任职于中信实业银行总行，德国德累斯顿银行北京代表处、上海代表处，海南省证券公司。1992年先后创建海南证大、上海证大投资管理公司，是一名资深基金经理和证券投资专家。

在1995年比较平淡的行情中，苏常柴却一枝独秀，成为深圳市场的“四小龙”之首。在采访中屡次听说你们在苏常柴的投资中相当成功，你们是怎么发现这家公司的投资价值的？

苏常柴的全称是江苏常柴股份有限公司，主要生产农用柴油机。1994年3月募股，7月份上市。当时发行价每股是3.9元，曾经跌至2元多，以后，其投资价值被市场发现，股价从6元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右启动，一路上扬，最高曾达到过 28 元。这是一个成长性较好、股性很活的股票，成为第一批深市 40 个绩优成份指数股之一。苏常柴的发现和投资成功，从我们的角度来看，它的意义很大，是一个战略性的成功案例。

我听到市场人士的评价，认为苏常柴的成功至少具有这样三方面开创性的意义：一是首创了成功投资绩优股的概念，可以这么说，从苏常柴起，绩优和绩差的股票价格开始出现分离；二是首开了对上市公司进行调查研究的风气；三是首建起金融资本与产业资本相结合的一种雏型，专业投资公司认购上市公司的法人股，你们是第一家。对这种评价，你怎么看？

我想这是对我们的鼓励，在那时的市场大背景下，谁也不可能是先知先觉。我们只是凭藉对市场的一种切身感觉和体验，凭着一股敢为天下先的勇气，做成了一点事而已。我有两点体会，一是无论多么困难，一定要坚持。1994、1995 年，当时的市场气氛有点绝望，都认为没戏了。但我们相信天不会塌下来，市场经济的核心部分资本市场一定会发展。二是我相信经济学说中“没有免费的午餐”这个论断，要想有所得，必须付出代价，这种代价包括辛勤的劳动，也包括心灵的磨难。

你是否认为对苏常柴的投资成功，是在一定的历史背景之下取得的？

你应该知道，我国 90 年代初期的证券市场虽然发展很快，但仍处在探索阶段，面对这样一个既生机勃发、前景广阔，但又投机风气盛行、缺少游戏规则的市场，事实上我们每个参与者都在思考，都希望中国的证券市场能够快点强大起来，成熟起来，成为一个能够为中国的经济发展提供资源真正高效配置的场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所。

资本市场也好、货币市场也好，都需要很好的谋略。说真的，中国人生产工业品，比如造机器、做电器可能不如日本人、德国人，但在韬略方面，我就不信不如外国人。翻开中国的《孙子兵法》，有那么多道道，索罗斯、巴菲特他们也不见得超过我们多少。中国人有这样渊远流长的历史文化背景，为何我们的市场就搞不好呢?我们的证券投资就不如人呢?我不相信!

我读过两篇你们证大公司对苏常柴投资价值的分析报告，可以说是开风气之先。在1995年的时候还很少有人这样详细深入地研究一家公司，你们怎么会想到对苏常柴进行调研的呢?

一开始，我们是被动的。当时我们手中的资金差不多被套住了大半，不是套在房地产上，就是套在股市里，手里能够动用的流动资金已经少得可怜。1995年股市仍处在低迷当中，人们经历了1994年的大跌市，余悸未消，信心不足。我们手中握有不少苏常柴的股票，虽然看好它，但毕竟心中没底。我就想起在国外投资银行工作时的经历，他们在作出一个投资决策前一般都要到公司实地去考察一番，不管山高水远，只要涉及到这家公司，他们都会找上门去。有的甚至还跑到人家的仓库里、生产线上，看一看生产销售的实际情况。这回，我下决心对苏常柴作点调查。在作好了准备工作后，我带了几个人一起去江苏常州，蹲了近一个星期，把这家公司上上下下、里里外外摸了个遍。由于受宏观经济调控的影响，1995年上半年深市上市公司2/3企业的经营业绩出现负增长，但苏常柴却同比增长380%，每股收益上半年就达0.70元，预期全年每股收益可达到1.50元以上，而当时它的股价只有5到6元左右。这样好的股票却默默无闻，价格和价格严重背离，我相信这种情况不会持续很久。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们是在什么价位介入苏常柴的?

从 6 元开始进入。

时间呢?

第一次是在 1995 年的 5 月份。

从这个图形上看，你们进入的时机恰是苏常柴股价刚刚从底部爬起来的时候。而且如果记得不错的话，1995 年中期，整个大盘十分低迷，是往下走的，而苏常柴却逆势而上，为什么?

因为我们一直在买入，买下了苏常柴大部分流通股。同时社会上传我们做庄，也有一些散户跟进，所以价格就一直往上走。我们这样不断买入，是一个价值发现的过程，跟别人做庄造“空中楼阁”把个人投资者套住是不一样的。

我相信自己的眼光，中国有这样广阔的农村市场，苏常柴作为一家以生产农机为主的企业，一定会有良好的业绩和发展前景，自然也会给我们带来好的回报。

你刚才说到你们的资金大部分被套住，那你投资苏常柴的资金从哪里来的?

我自己手中还有一部分流动资金。另外，正好深圳有一家集团企业请我们帮助理财，他们给了我们一笔当时看来相当可观的资金。再加上借了一点。

你集中投在苏常柴一个股票上，从规避风险的角度看，似乎有点危险，你们为什么采用这种策略?

我看准了才全部投进去的，集中优势兵力才能打歼灭战。分散投资虽然可以保险，但也说明你对自己的选择没信心。投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

篮子不在乎多少，而在乎是否结实。另外，还有一个最简单的道理，1995 年苏常柴每股收益达 1.52 元，就是每股分红，也比银行利息多出好多，这样的算术谁都会做。

刚公布不久的基金管理条例规定不能把净资产 10% 以上的资金投资一个股票，这是对庄家股进行了限制，你怎么看?

我们投资苏常柴时还没有这个规定，基金管理条例要求对股票投资必须分散，以保护投资者的利益，从管理者的角度作出这样的决定，我看是合理的。但如果按这种方法做，不一定能使你的投资做到最优。所以从这个角度讲，也可以说是一种限制。我读研究生时的研究课题就是投资基金，我参与了中国人民银行 1992 年第一次基金研讨会和 1994 年中国人民银行组织的关于基金专题的海外考察，这次我也参加了基金管理条例的起草和讨论，很多规定的出台正是总结了前几年的经验教训。所以，我认为这个基金管理条例对规范基金运作会起到很好的作用。

你们对苏常柴的第二次补仓是什么时候进行的?

1995 年 9、10 月份，在 8 元到 9 元之间，这时苏常柴进入一个平台整理期，我们又较大规模进入。当时我们和深圳一家大券商两家一起投资苏常柴，后来，到 9 元附近，他们退了出去，我们把他们手中的筹码都接了过来。

因为我们看好它！事后也证明我们的看法没错。1996 年深圳市场评选“十佳”上市公司，苏常柴排名第二。我们不投资业绩如此出色的公司，还能投资什么公司呢?

但对大多数散户来说，他们并不清楚公司的情况，这种信息不对称是否有点不公平?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没什么不公平。我们对苏常柴的认识也是通过大量的劳动得来的，而且我们并没有封锁信息。1995 年 10 月、11 月，我们先后在《中国证券报》刊登了两整版文章，大谈苏常柴的投资价值。只是很多人都不看好它，所以没有抓到这个机会。

你们称自己是做长线投资的，为什么一年不到就出来了?在投资苏常柴上你们的收益一定很可观吧，除市值大增外，苏常柴还连续送股、分红，你怎么看待这种近乎暴利的投资行为?

我们从 14 元开始往外撤，我们一边撤，股价一边涨，一直涨到 28 元，那时我们手中已经没有了。为什么要撤，不是不看好苏常柴，买股票要买好股票，但好股票也要有个合理的价格。我们认为再往上涨，就违背理性了。中国有句古话:"君子爱财，取之有道。"正因为我们看好苏常柴的成长性，所以决定转变策略，长期投资，认购苏常柴的法人股。

你认为我们赚了很多钱，其实用我们的目标来衡量，用市场的容量来比较，实在是赚得不多。一次，摩根・史丹利一位资深专家听了我们很自豪的介绍，哈哈大笑，说这点钱实在很小，小得不过只是一颗"花生豆"。但，这是一颗能发芽的花生豆。老子曰:"天地之所以能长且久者，以其不胜，故能长生。"我们的目标是，要成为中国一流的理财专家公司，以高水平的专业研究和财务实力帮助企业在资本市场进行良好运作，让更多企业的财务状况尽快进入良性循环，这是我的志向。"筚路蓝缕，以启山林"，而不仅仅为了在股市里赚点钱就罢了。

为此，我们把市场上赚得的钱又拿去认购苏常柴的法人股，成为仅次于常州国资局的第二大股东，做起了苏常柴的专业财务顾问，同他们的管理层建立了良好的关系。几年中，我们积极参与了他们的资本运营，包括他们的 B 股发行、收购兼并和海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外发展等。在农用柴油机市场竞争十分激烈的1996年，我们还牵头为常柴公司组织召开了大型的发展战略研讨会，为苏常柴后几年的高速发展寻找方向。我们虽然自己不生产柴油机，但为常柴公司所花的心血决不亚于企业里的工作人员。包括后来我们投资长虹时也是，我们把从股市中赚到的钱大部分都拿出来再去认购长虹的法人转配股。取之有道，用之坦荡。我想，像我们这样做法的投资管理公司目前还不会很多，但我相信，坚持下去，必有好报。

你们这种做法很有创意，也很令人感动。通过投资法人股这样一种方法，使中国的金融资本与产业资本在社会主义市场经济条件下的一个拐点上结合，你们是首开了中国证券投资界的一种良好风气，这样说我认为并不为过。

这种结合是靠一种信任粘合起来的，当然更重要的是利益的结合。我们买了苏常柴的股票，就是他们的股东和老板，因此要像老板一样关心和投资苏常柴，有着长期的相互的利益基础，这种结合才能稳固。我们服务于公司，这就成了我们自己的份内事。相信公司也会喜欢我们这样的股东。

你看过《蓝血十杰》这本书吗?书中记载了10个二次大战中搞数据统计，也即后来发展为系统工程的退役军人加入福特公司的故事。这10个人不懂轿车工业，但带来了系统管理的先进思想，后来全都成了福特公司的高级管理人员，有的当总裁，有的当上了国防部长，被誉为美国现代企业管理之父。这说明对于正在转型中的企业来说，先进的管理思想虽然不能代替生产技术，但往往在决策中更重要。有时候，外力的作用往往大于内力的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对。企业往往“身在此山中，不识云深处”，而外面的人可能更清楚症结所在。我们作为一家经常搞调查研究的投资公司，对企业的外部环境、中观经济、宏观经济方面可能了解得多一点；和企业有些交流，可以给企业内部的人带来一些理念上的冲击。现今中国证券市场的上市公司，即使苏常柴这样的企业，大部分脱胎于计划经济下的国营企业，长期习惯于听取上级指示，等待命令，执行计划，而不适应市场经济的激烈竞争，更缺乏参与市场的主动性。我们这些在市场经济中滚大的投资公司，比他们走前了一步，把我们的一些经验和感受同他们进行交流，可以促进企业更快地适应市场经济的要求。在投资时遵循服务于社会和企业的方针，既帮助了正在困惑中的企业，又能从企业和社会的发展中分享自己的利益，这就是我们的投资风格。

可能话扯得远一点，我看到你写的座右铭“修身、报国、平天下”，很感慨，你把证券市场当成报效国家的“战场”，这点认识，就很不一般，有点现代儒商的气度，你能具体谈谈你的经历吗？

我是从五道口走出来的。1987 年从中国人民银行金融研究所研究生毕业后，先后在中信、德国德累斯登等国内外银行就职过，很早就开始专门研究投资基金问题。本来想在国有企业里搞试点，但没有尝试的机会，在外资企业也没有大的前途。因此，1990 年开发海南的浪潮掀起后，凭着一腔热血从北京跑到海南，下海了。当时市场经济刚热起来，年轻人应该到刚刚涌动的商品经济大潮中寻找机会。因此，在那阶段，有大批知识分子下海经商，这批人经过近 10 年的创业，现在已经有些规模了。我相信他们将是中国下一轮经济增长中的先锋。再过 10 年 20 年，在他们中间出现李嘉诚、霍英东这样的巨商，我认为是完全可能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我先在海南证券公司筹建了一个基金部，1992 年上半年正式创立了海南富岛投资基金，下半年创立了海南证大资产管理公司，1994 年又创办了上海证大投资管理公司。证大公司从无到有，由小到大，一靠政府支持，二靠大股东撑腰，三靠我们的企业文化和企业理想，靠一种战无不胜的团队精神。

白手起家创办公司，要把一帮人长期拢在一块做事，真得要有一种精神支柱才能撑下去，我们从三五个人起家发展到现在百多号人，一开始谁也不知道最后会不会成功，因此，只有没日没夜地拼命苦干，才能对得起自己。当初创立时，借一间宾馆，白天当办公室，晚上睡地铺，整整吃了大半年的方便面。我们就是这样一点点、一步步把证大公司创办成现在这样一家初具规模的资产管理公司。

你们看好苏常柴哪些方面?

主要有四大方面：一是行业背景。我国是一个农业大国，机械化程度还比较低，苏常柴作为一家以生产农机为主的企业，它的发展前景是非常广阔的。二是行业地位。苏常柴是我国农机行业中规模最大、效益最好的企业，多年来，一直占据着我国农机行业的“霸主”地位，有着很强的技术支撑和雄厚的财务实力。三是企业发展战略十分明确。在未来的五年、十年间，苏常柴的产品经营和资本经营一定会有更大的发展计划。苏常柴制订的“九五”计划和投产项目有把握到 2000 年实现年产 200 万台小型柴油机的目标。四是悠久的历史，名牌产品和一个有现代企业管理意识的领导班子。苏常柴已经有 80 多年的历史，产品已经可以与日本的“洋马”、“久堡田”等产品媲美。另外，这家公司目前资产结构合理，负债适度，资金运用水平较高，尤其这几年来从证券市场获得大量配股资金，在建工程项目又大多进入了收获期，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此发展后劲很足。但不应回避的是，苏常柴还带有很多计划经济体制和机制固有的毛病，还需要进一步深化企业内部改革，需要政府外部的配套政策，增强市场经济观念，提高竞争力，才能够真正保持企业活力和发展后劲。

在目前的市况下，你对广大散户有哪些建议?

我认为我国证券市场的买方市场即将到来，我想告诫普通投资者，在证券市场买股票时，也要像在市场采购一样，面对琳琅满目的商品要好好挑选。因为任何股票都应有一个合理的价位。

(郭凤霞　采写)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录

朱南松

投资倪润峰

富岛基金高级投资经理朱南松先生，1966年出生。1989年毕业于中国人民大学经济系，1992年毕业于中国人民银行总行研究生部。曾负责筹建海南汇通国际信托投资公司上海证券业务部。1993年参与创建上海证大投资管理公司，一直担任富岛基金主要投资经理。在证券市场研究和证券投资方面有一定成就。

从下边这个图形看，你们投资四川长虹非常成功，买入和加仓的时机抓得稳、准、狠，有如神助一般，能否介绍一下你们是怎么发现这家公司的投资价值的?

你还记得吗，1995年5月份，国债期货市场关闭了，但当时市场还沉浸在一种投机炒作的“热度”当中，大家还没醒悟过来。下一步怎么办?究竟应该用什么方法来做股票?我们开始想到去上市公司搞调研，借鉴国外的一些做法。应该说我们的嗅觉还是比较灵敏的。头一个案例是从苏常柴开始的，因为手中握有不少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们的股票，心中没底，所以想到实地看一看。后来根据第一手资料，推出了两篇关于苏常柴投资价值的报道，很快市场上有了反应。说真的，苏常柴这个案例是我们最早成功的投资案例。可以说是国内上市公司调研的发端，后来大兴调查之风就是从那时开始的。

有了苏常柴的成功，才有长虹的成功，可以这么理解吗？

对。我们老总曾到摩根·史丹利那儿实习过，那些国外基金经理对 H 股、B 股上市公司的重视程度令他感慨不已。不管多远、多难，他们一定要到现场看一看才放心，对上市公司的财务报表研究得比公司内部人还要透彻，提起问题来让你憋半天。而当时国内 A 股公司几乎无人问津，股票照样炒得老高。从苏常柴的成功。我们认识到，要寻找成长十倍的股票，必须实地调研，同上市公司内部的人打成一片，这样才能真正地了解这家公司的成长性和它的投资价值。从 1995 年下半年开始，我们对 A 股上市公司开展了大规模调研活动，当年就走访了 50% 以上的 A 股公司。1996 年底调研了 90% 以上的上市公司，同时还对一些重点公司进行了专项重点研究，四川长虹就是这样发现的。

在当时情况下，你们有点像第一个吃螃蟹者。但如果我反问一句，你们为什么相信市场就一定会跟着你们的感觉走呢？

这个问题很重要，这就要看你对市场主导力量的把握了。记得 1995 年年底在我们公司召开的一个研讨会上，我提出一个观点:“专家时代”即将到来，中国证券市场将走进一个由专家机构主导市场的时代。

我认为，从 1990 年 12 月交易所成立到 1993 年 10 月是第一个时代，即个人大户主导市场发展的时代。这段时间市场规模较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小，投资者几乎都是以个人为主，不少个人凭当初买老八股、认购证的勇气获取的一定实力，在市场上兴风作浪，炒风盛行。从1993年10月到1995年5月是第二个时代，即实力机构主导市场发展的时代。随着1993年2月开始的熊市，个人大户逐步被市场吞没，许多投资机构看到炒作房地产困难，便开始转向证券市场。当时宝安收购延中、辽国发收购爱使等事件都是一个标志。这些实力机构资金雄厚，金融背景强大，有一定的筹资能力，其实力与当时的市场规模基本匹配。但由于证券市场发展时间较短，对这些机构的认识和制约还不足，尤其股票定价以“空中楼阁”理论为基础，严重脱离其实际价值，股价大起大落，散户以跟风为主，市场投机气氛很浓，从而注定这些实力机构难以长久。最后1995年“3.27”事件爆发，万国、辽国发被挤出市场，标志着这一时代开始走下坡路。1996年2月新一轮牛市就是以绩优股行情开始的，并逐步过渡到资产重组行情、低价股行情、高成长性行情等，市场投资理念开始发生变化。1997年11月，《证券投资基金管理办法》颁布，标志着真正开始进入第三个时代。基于这种分析，我们认为，用事实和数据说话的时代到了。

你们对长虹投资有多少把握?

1996年年初开始，我们老总带了一个小组，可说是“三顾”绵阳，深入到长虹生产厂调查。还派了专人追踪长虹的生产记录和经营业绩，我们这里的投资专家张松柏就负责这项工作。他不仅多次一头扎进长虹生产现场，广泛接触长虹人，还同长虹的当家人倪润峰有过深谈。此外，他还就长虹的市场问题找过武汉和西南地区的批发商，就彩电行业的背景和发展前景拜访过电子工业部和四川省政府有关部门。就这种工作态度，你看我们有多少把握，不说百分之百，起码也有百分之八九十。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们看好长虹的理由是什么?

主要有三点:一是动态市盈率很低,几乎只有人家的一半,价值被低估。按照长虹的业绩计算,它的市盈率当时可能是市场上最低的,因为长虹的投资价值还没有被大家发现。二是成长有保证,根据我们的预测,长虹保持这样强劲的增长势头,在3—5年内是完全没问题的。沃论·巴菲特曾说过:"一个成功投资的重要因素取决于企业实质价值和支付一个合理划算的交易价格。"三是流通盘大,长虹的买卖盘很大,进出很方便,有利于大资金进出。

你们在什么价位大规模买入的?

大约在19元区位附近。

什么时间?

1996年5、6月份。

投入多少资金?

这个不好说啦。大约是我们当时所持有资金的80%左右。

证券投资有一至理名言:"不要把所有鸡蛋放在一个篮子里",提倡投资组合以分散风险。你们把所有的鸡蛋放在一个篮子里有多危险,你们为什么要采取这种投资策略?

关键在于这个篮子有多结实,而不在于有多少个篮子。如果有一个稳定增长的大型股票和几个不那么稳定的小型股票,你挑哪一个?当然集中投资更有效。我们的投资理念来源于沃伦·巴菲特、索洛斯以及《孙子兵法》、《道德经》。

我们的投资方法和理念可以归结为:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，研究人员的深入调查研究和交易员的不断自我反省；在投资时力争做到知己知彼。

第二，以股票价值分析为基础，追寻增长十倍的股票进行长期投资；在投资时遵循服务于企业和社会的方针，从企业和社会发展中分享自己的利益。

第三，挑选一只结实的篮子，把所有的鸡蛋放进去，集中力量打歼灭战。

你们的投资理念很有意思，很有些先锋意识。但从图形上看，你们买入以后不久就开始上涨了，可以说是一根长阳线。你们的时机抓得很准，这和做庄有什么区别？

最大的区别就是，随着市场规模的不断扩大，流通市值也在不断增加，已不是哪一家实力机构可以操纵这个市场的了。就拿长虹来讲，当时的流通市值已近 40 亿，你看国内哪一家机构做得了这个庄。所以只有大家都看好了这家公司，都往这上面投资，才有可能把它带起来。但要几家机构同时看好并不那么容易，必须有一个共同认可的标准，这就是它必须是绩优股、成长股，能给投资者真正的回报，这是 1996 年的市场开始与前期市场不同的地方。应该说，到这时，市场开始进入回归理性的时代。

我看到你们在中段又大量加仓，多少价位？

是的，1996 年 12 月加仓，1997 年年初又补进了一些。大概在 20 多元。后来又参加了它的转配股，准备长期持有。因为我们坚决看好长虹。我们以每股 9.8 元的配股价买进法人转配股，虽然不能流通，但单就每年长虹的股息回报就要比银行利率高得多，这对我们富岛基金来说，还有什么样的投资能让我们这样放心的呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是否说明你们对长虹有了进一步的认识?沃伦·巴菲特为了决定是否购买迪斯尼的股票,自己跑到迪斯尼乐园去看米老鼠的儿童表演,体验迪斯尼带给儿童的欢乐,在没人认识它的时候,就成了它的大股东。在我看来,你们的投资方式有点像。

再说得详细点,长虹有这样三个优势:一是抓住了一个历史性机遇。80年代中期中国彩电厂家弱小而分散,出现行业内部以价格竞争为主要特征的混战局面,这为长虹的进入提供了一个契机。长虹由于资产管理水平较高而劳动力成本较低,正好揭竿而起,直至问鼎中原。二是产品定位占据了消费市场的制高点,到目前为止,彩电仍是家电行业中的主导产品,据权威部门报道,它的消费总量是其它家电产品的总和。不但产值大,市场前景也十分广阔。只有这样的产品才能造就这样的大企业。三是有一个优秀的企业家群体。长虹有一个以倪润峰为核心的领导班子,非常团结,也很专业化,并且保持多年不变,使企业能有一个稳定性和连续性。

你们为投资长虹,在宣传方面做了哪些准备工作?这应该不是秘密吧。

我们认为当时深强沪弱的一个重要原因是上海市场投资理念落后并缺少龙头股。上海市场的发展应跳出上海的圈子,应该看看在上海上市的全国企业,有哪个真正具备龙头股地位的就让哪个股票出来做领头羊。当时我们就推荐长虹,希望宣传长虹,把它当成上海市场的龙头股,应该以业绩来论“英雄”,按成长性来排座次,而不应拘泥于上海地方的公司。从我们的调查结果分析,上海最早上市的一些企业都已经老化了,以后几年肯定出不了龙头股。当然像陆家嘴、申能等也都是好企业,但它们当时已在高区位运行,很难再有市场号召力。上海市场既然是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国性的市场，就应该有个全国的大概念。当然我们也只是提出一些看法而已，真要实际操作起来并不那么简单。

当时对长虹有这样认识的，你们是不是最早的，或者说就你们一家吗？

不，当时看好长虹的人很多，但像我们这样坚决地看好，并且全部压进去的，这么长时间持有的，大概就我们了。这可是要有魄力的，很多券商手中都有长虹的股票，但没有像我们这样集中，像我们这么长时间持有，像我们这样大力推荐它，我们是把长虹当作振兴上海市场的重头戏来唱的。

对长虹你们可谓知己知彼，现在证券商搞上市公司调研已经很普遍了，但看了很多报告，好像雷同的很多，有点走向形式化、表面化，你怎么看这个问题？

你调研的目的、评判标准是什么，这个问题不解决，你调研再多也没用，你注意的只是表面现象，而且往往还会走偏，只关注很短期的东西，今年业绩多少，明年业绩多少。事实上一个公司的长远发展不是靠一个数字能够解决问题的，而是需要一串数字。比如产品的市场、产品的生命周期、企业外部环境、企业家个人的成就感等等，是由多种因素组成的。当时我们就提出，看一个公司要着眼于长远，要把这个公司放在整个行业的背景中来看。现在上市公司越来越多，你不可能把所有的公司全部搞清，尤其像我们这样的基金，人员较少，规模也不大，我们只能挑几家重点企业着重作深入研究。因此，1997年，我就向我们的研究人员提出一个目标，要做企业的专家！特别是从1997年开始，各大证券公司对研究部门空前重视，加强了调研力量，上市公司的董秘那里排起队来，这样你得到的信息和人家也差不多，都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

招股书上有的，这就没什么意义了。企业也觉得很麻烦，整天陪着你们转，只好敷衍你们。我们的思路是，我们分析企业，不仅为了掌握信息，还应该帮企业一把。因为我们站的角度不同，有些问题可能我们比企业自己看得更清楚一些。这样，我们作为分析员，就有责任向他们提出意见或警告来，真正成为企业的朋友，为企业解决一些实际问题。信息交流应是双向的。

彩电市场竞争很激烈，你认为长虹这样的高速成长还能保持多久?你对长虹的未来有多少信心?

现在经常有人因彩电市场容量有限而竞争又日趋激烈，担心长虹对市场需求估计过高。我们这里的投资专家张松柏有一个研究报告，他认为，自 1996 年以来，市场需求结构已经发生变化，大屏幕彩电成为热销产品，长虹及时调整了产品结构，总量上增加的部分都是大屏幕。另外，进口彩电由于在质量方面失去优势，其在中国国内的市场份额正在缩小，1998 年可望由 40%以上降至 20% 以下。这将腾出近 400 万台大屏幕彩电的空间。与此同时，未来两年内，国内部分弱小企业受市场压力将逐渐退出彩电行业，将市场留给优势企业。因而，长虹在两三年内的成长空间还是很大的。当然以后几年长虹会进入一个相对平稳的发展时期。

说实话，过去我们投资股票，后来投资公司，现在我们开始进入第三阶段，投资企业家。我们投资长虹，成为其长期股东，就是投资倪润峰，我相信，倪润峰不会辜负我们的期望。

(郭凤霞　采写)